

UN EXAMEN DE LA TRANSPARENCIA EN LOS MERCADOS DE BONOS EUROPEOS

El presente Informe analiza el actual nivel de transparencia en los mercados de bonos y el potencial para su mejora en Europa. En muchos sentidos, las propuestas son consistentes con las ya contempladas en los requerimientos exigidos por la Directiva de Instrumentos Financieros (MiFID) en cuestión de transparencia en la pre-negociación y post-negociación en los mercados de renta variable.

INFORME TEMÁTICO

Hasta ahora, y en Europa, sólo Italia ha extendido los requisitos de transparencia en la pre-negociación y post-negociación al mercado de bonos. Consideramos que la experiencia italiana nos descubre los posibles costes y beneficios de implantar una mayor transparencia. Por otra parte, se revisa la implementación del sistema estadounidense TRACE (presentación de informes públicos de las transacciones en títulos de renta fija) para desvelar las posibles ventajas y desventajas de similares requisitos de transparencia en otros mercados desarrollados. Finalmente, un análisis de la literatura académica proporciona una visión adicional en cuanto a los efectos de una mayor transparencia sobre la liquidez del mercado y los costes de negociación.

Creemos que los inversores se beneficiarían del acceso a una información actualizada sobre el precio y el volumen de las operaciones realizadas. También pensamos que las legítimas preocupaciones de los dealers (mediadores) del mercado pueden ser tenidas en cuenta sin, por eso, dejar de avanzar en la transparencia.

De acuerdo con todo ello, desde CFA Institute se recomienda una aplicación gradual de los requerimientos de transparencia en la post-negociación en los mercados de bonos en la Unión Europea. Las disposiciones sobre la transparencia en las post-negociaciones deberían graduarse para permitir que el reporte de las transacciones de volumen muy elevado se pueda retrasar en relación a las transacciones de tamaño estándar. Las autoridades deberían establecer las normas mínimas sobre el contenido y formato de los datos post-negociación, al objeto de garantizar su calidad y una información consistente. En última instancia, los inversores deberían tener acceso a una información fiable y consolidada de la actividad del mercado de bonos. Además, creemos que los avances tecnológicos han facilitado una mayor preferencia de los inversores por las plataformas de negociación electrónica, que reducen la necesidad inmediata de implantar requerimientos de mayor transparencia pre-negociación.



Para más información
www.cfainstitute.org

T UK +44 (0)20 7330 9500
T Brussels +32 (0)24 0168 29
E info@cfainstitute.org

RESUMEN DE CONSIDERACIONES:

Los compradores y vendedores en los mercados de bonos tienen, por lo general, un acceso desigual a la información sobre los precios y las condiciones del mercado, especialmente cuando se encuentran alejados del mercado de valores. Esta asimetría puede, potencialmente, proporcionar protección a los dealers que proveen de liquidez al mercado, protegiendo así sus posiciones de la acción de traders oportunistas que podrían usar esa información.

A diferencia de los mercados de renta variable, los dealers juegan un importante papel en los mercados de bonos. El gran número de títulos de deuda, los elevados volúmenes que se negocian, y, quitando los bonos soberanos, la relativa baja frecuencia de las transacciones y la poca liquidez del mercado secundario, hacen que la negociación de bonos se lleve a cabo principalmente "over the counter" (OTC).

Los dealers actúan como mediadores, manteniendo posiciones con las que ofrecen contrapartida a clientes y que les sirven para posicionarse en el mercado inter-dealers. Los inversores se ven abocados a confiar en las cotizaciones de referencia proporcionadas por los mediadores que, a menudo, pueden estar alejadas de los precios de ejecución.

Los inversores pueden llegar a beneficiarse del incremento en la transparencia y de la previsible disminución en los costes de compra-venta que se producirán a medida que la ventaja informativa de los dealers se anule. En lugar de cotizar arbitrariamente precios indicativos, los dealers tendrían que ir compitiendo en precio.

Aplicar requisitos de transparencia post-negociación en los mercados de bonos europeos.

- › **Calibrar los requisitos de transparencia para tener en cuenta el tamaño y la liquidez de la emisión.** La información a facilitar, y el momento de hacerlo, debe tener en cuenta el tamaño de la operación en relación con el de la emisión, y el nivel de operaciones recientes en esa emisión. Esto puede

suponer que los dealers temen ver sus posiciones demasiado expuestas al mercado innecesariamente, lo que potencialmente tendría como consecuencia que la liquidez se vería sacrificada.

- › **Poner en práctica los nuevos requisitos de forma gradual.** Los participantes del mercado necesitarán tiempo para ajustar sus procesos a los nuevos requerimientos, y la infraestructura de reporting necesita tiempo para desarrollarse. Un enfoque por etapas mitigaría el riesgo de un shock temporal de liquidez.

› Desarrollar normas sobre el contenido, formato y distribución de los datos post-negociación.

Los inversores necesitan tener acceso a información precisa y consistente sobre las transacciones en títulos de renta fija para facilitar el proceso de toma de decisiones de sus inversiones. Son necesarias normas consistentes sobre el reporte de las operaciones negociadas para facilitar la consolidación de los datos post-negociación y ofrecer a los inversores una visión global de las transacciones en el mercado de bonos. Los inversores deben tener acceso en condiciones razonables a los datos post-negociación a través de publicaciones autorizadas ad hoc.

Adoptar una posición de "esperar y ver" en la transparencia pre-negociación

- › **Un único pre-requisito sobre transparencia para las operaciones OTC sería poco viable.** Un único requisito que aplique por igual en la cotización de miles de emisiones en un mercado ilíquido podría dar lugar a menos dealers creando mercado, menor liquidez y mayores costes para los inversores, sobre todo mientras la operativa predominante siga siendo OTC.
- › **La transparencia en la pre-negociación de las operaciones debe tener en cuenta las existentes plataformas electrónicas de negociación de bonos.** Dado que

las plataformas de negociación electrónica continúan desarrollándose, las autoridades deberían tener en cuenta el tipo de transparencia que estas proporcionan y su uso por los inversores a la hora de determinar el alcance de cualquier requisito de transparencia pre-negociación para las transacciones realizadas a través de las mismas.



Los inversores necesitan tener acceso a información precisa y consistente sobre las transacciones en títulos de renta fija para facilitar el proceso de toma de decisiones de sus inversiones.

RESUMEN DE LOS RESULTADOS:

Estructura del Mercado

- › El mercado europeo de bonos cuenta con más de 150.000 títulos de deuda, en comparación con las cerca de 6.000 acciones cotizando en mercados regulados en Europa. Mientras que la estructura de capital de una empresa puede limitarse a una o dos clases de acciones, es común que la estructura de la deuda una empresa incluya diversas emisiones con distintos vencimientos y características.
- › Mientras que las acciones se negocian cientos de veces al día, hay pocas transacciones diarias en los bonos corporativos, en promedio. El tamaño de las operaciones en bonos tiende a ser diez veces mayor en comparación con las acciones, tanto para los inversores institucionales como para los minoristas.
- › Los bonos tienden a ser negociados fuera de las bolsas o mercados organizados y/o regulados mediante la búsqueda directa de contrapartida, siendo un mercado quote-driven (los precios se determinan a partir de las posiciones publicadas/declaradas por los dealers o creadores de mercado). Los inversores suelen solicitar cotizaciones a varios dealers, en comparación con el mercado de acciones donde los inversores disponen de información en tiempo real de los agentes del mercado cuyas órdenes son introducidas en el mercado, donde se ejecutan directamente.
- › La liquidez en el mercado de bonos es proporcionada casi exclusivamente por los dealers, que pueden realizar transacciones por cuenta propia o por cuenta de terceros (clientes).

Costes y beneficios de la transparencia

- › Los beneficios potenciales de una mayor transparencia incluyen la reducción de las asimetrías informativas que actualmente puede desalentar la participación en el mercado; el aumento de la capacidad de los inversores para evaluar la mejor ejecución; y mejorar la eficiencia de los mercados y la formación de precios.

- › Las desventajas potenciales son la aversión al riesgo de los dealers, cuyas posiciones pueden ser muy costosas de cubrir; la falsa sensación de seguridad de los inversores cuando perciben mercados líquidos, pero estrechos debido a la existencia de precios con volúmenes de ejecución limitada, o que se amplían debido a cotizaciones no vinculantes cuando el mercado está en situación de stress; y la posibilidad de los dealers de traspasar a los inversores finales los costes del cumplimiento de las exigencias de transparencia.

La experiencia del mercado italiano de bonos

- › Italia es el mayor mercado europeo de bonos y uno de los pocos países en extender las medidas de transparencia desde la renta variable hacia la negociación de bonos.
- › Las plataformas de negociación electrónica han encontrado gran aceptación en Italia. Borsa Italiana supervisa tres plataformas electrónicas que cubren los mercados europeos de bonos corporativos. Dado que los requisitos de transparencia informativa post negociación son similares en todos los centros de negociación posibles, no parece haber preferencia de los participantes por un centro u otro.

La experiencia estadounidense con TRACE

- › El Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE) se introdujo en 2002 para mejorar la transparencia post-negociación en el mercado de deuda corporativa de EE.UU.
- › TRACE se ha expandido más allá del investment-grade, high-yield, y los convertibles, para incluir también asset-backed securities, mortgage-backed securities, deuda de agencias gubernamentales estadounidenses, y operaciones de primario de deuda corporativa.
- › La introducción de TRACE no causó concentración de la actividad de los dealers en los mercados de deuda de EE.UU., ni los análisis sugieren que los dealers se hayan mostrado renuentes a proporcionar liquidez desde la implementación de TRACE.

Análisis de los beneficios de la transparencia según diferentes estudios

- › La consideración de los costes y beneficios potenciales de una mayor transparencia ha sido objeto de numerosos estudios académicos. Los resultados pueden ser catalogados de mixtos, con claros beneficios atribuidos mayoritariamente a la aplicación de TRACE en los EE.UU.
- › En el lado de la evaluación de los efectos negativos del incremento de la transparencia en los mercados europeos, las conclusiones tienden a girar en torno a la posibilidad de que la liquidez disminuya debido a que los dealers abandonen el mercado en lugar de enfrentarse a mayores riesgos y costes de cobertura.

El desarrollo de plataformas electrónicas aumenta la transparencia

- › Están surgiendo muchas plataformas de negociación electrónica que permiten el intercambio de crédito corporativo de empresas europeas. Aunque el uso de estas plataformas es cada vez mayor, sigue siendo un mercado fragmentado, y la negociación electrónica de la deuda corporativa está muy por detrás de los volúmenes negociados electrónicamente en bonos soberanos.
- › Las plataformas de comercio electrónico ofrecen a los participantes del mercado transparencia pre-negociación (así como transparencia post-negociación) con independencia de los requisitos reglamentarios.

El mercado europeo de bonos cuenta con más de 150.000 títulos de deuda, en comparación con las cerca de 6.000 acciones cotizando en mercados regulados en Europa. Mientras que la estructura de capital de una empresa puede limitarse a una o dos clases de acciones, es común que la estructura de la deuda una empresa incluya diversas emisiones con distintos vencimientos y características.

SOBRE CFA INSTITUTE:

La misión de CFA Institute es liderar a los profesionales de la inversión en el mundo mediante el establecimiento de los más altos estándares éticos, educativos y de excelencia profesional.

- › Para ello establece y desarrolla estándares éticos de reporte profesional y desempeño, de carácter voluntario, para la industria de inversión, incluyendo el Global Investment Performance Standards (GIPS).
- › Facilita la mejora del reporte financiero para que los inversores reciban una información clara y consistente.
- › Aboga por la integridad de los mercados de capitales a través de la guía, el análisis, el impulso de mesas sectoriales y la publicación de posiciones en asuntos de gobierno corporativo y la protección del inversor.
- › Apoya a los inversores en todo el mundo mediante el desarrollo y promoción de encuentros sobre ética, análisis de la industria local, publicación de investigaciones sobre asuntos de interés para la industria y la dirección de programas de desarrollo profesional.
- › Establece y mantiene estrechos lazos con las organizaciones profesionales, con los comités de supervisión de la industria, con los reguladores y otros organismos sectoriales.

La misión de CFA Institute es liderar a los profesionales de la inversión en el mundo mediante el establecimiento de los más altos estándares éticos, educativos y de excelencia profesional

EUROPA, ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

La región EMEA abarca Europa, Oriente Medio y África, integrando una vasta zona geográfica con diferentes culturas que se extiende a través de tres continentes. Las oficinas de CFA Institute en Londres y Bruselas sirven a sus miembros, candidatos y las sociedades locales ofreciendo un liderazgo regional a toda la profesión.

Durante los últimos 10 años, los miembros de CFA Institute se han cuadruplicado en la región EMEA. En la actualidad hay más de 19.000 miembros, en su mayoría distribuidos entre 34 sociedades locales de CFA Institute.

CONTACTS

Rhodri Preece, CFA,
Director, Capital Markets Policy,
CFA Institute
T **+44 (0)20 7330 9522**
E **rhodri.preece@cfainstitute.org**

Agnès Le Thiec, CFA,
Director, Capital Markets Policy,
CFA Institute
T **+32 (0) 2 401 68 29**
E **agnes.lethiec@cfainstitute.org**



PARA MÁS INFORMACIÓN

 twitter.com/CFAINstitute  facebook.com/CFAINstitute
 LinkedIn: Member Group LinkedIn: Candidate Group



Para más información visit www.cfainstitute.org

T **UK +44 (0)20 7330 9500**

T **Brussels +32 (0)24 0168 29**

E **info@cfainstitute.org**