



Informe final de ESMA a la Comisión Europea sobre el régimen de pre y post-transparencia en instrumentos financieros distintos de acciones (sección relativa a los instrumentos de renta fija). Boletín Internacional de noviembre de 2020.

El artículo 52, apartado 1, de MiFIR obliga a ESMA a remitir un informe a la Comisión Europea (CE) para que esta lo presente a los legisladores de la Unión Europea (UE) sobre, entre otros asuntos, las exenciones a la pre y post-transparencia (publicación) de las órdenes y transacciones en instrumentos financieros distintos a acciones recogidas en los apartados 2 a 5 del artículo 9 de esa misma disposición. Aunque ESMA debía presentar este informe antes del 30 de marzo de 2020, la ampliación del periodo de la consulta pública relativa a las propuestas para la mejora de la transparencia en esta clase de instrumentos financieros, debido al impacto de la pandemia del COVID-19, ha retrasado su publicación hasta el 25 de septiembre de 2020.

Este mismo artículo requiere que ESMA remita a la CE un informe de parecidas características sobre las acciones e instrumentos similares a las acciones el cuál se publicó el 16 de julio de 2020 y cuyo contenido fue objeto de una reseña en el Boletín Internacional de julio de este mismo año.

Las principales conclusiones remitidas a la CE para mejorar la transparencia en este segmento de instrumentos financieros, pero cumpliendo con el criterio establecido en el considerando número 2 del Reglamento Delegado 2017/583 de la Comisión (en adelante, RTS 2) por el que se debe *“evitar que la obligación de comunicar las órdenes y operaciones,..., tenga como consecuencia indeseable la pérdida de liquidez”*, son las siguientes:

- 1) eliminación de las exenciones relacionadas con el umbral relativo al tamaño específico del instrumento (SSTI, por sus siglas en inglés);
- 2) analizar si la eliminación del SSTI debería de ser compensado con una disminución del umbral para determinar las operaciones de gran volumen (LIS, por sus siglas en inglés);
- 3) con el fin de aumentar el porcentaje de bonos sujeto a la publicación de órdenes y transacciones en tiempo real se proponen tres alternativas:
 - a) eliminar la clasificación de instrumentos líquidos e ilíquidos a estos efectos y crear un régimen simplificado basado en el umbral de operaciones de gran volumen (LIS);
 - b) modificar el RTS 2 y pasar directamente a la fase 4 (desde la fase 1 o 2) y así incrementar el número de bonos líquidos (el RTS 2 establece un procedimiento en cuatro fases para aumentar el número de bonos que se consideran líquidos) y, por tanto, sujeto a un mayor nivel de transparencia que se ejecutaría sucesivamente desde su entrada en vigor (para poder pasar de una fase a la siguiente ESMA debe llevar a cabo un análisis del impacto en la liquidez de las exigencias de la fase implementada);
 - c) realizar la evaluación de si un instrumento es líquido o ilíquido utilizando una medida de liquidez diferente (actualmente basado en el número de transacciones, volumen y días negociados) como, por ejemplo, el volumen de la emisión discriminando entre distintos tipos de bono (deuda pública, otros bonos públicos, bonos convertibles, bonos garantizados, bonos corporativos y otros);
- 4) traspaso a ESMA, por falta de uso, de la capacidad de las Autoridades Nacionales Competentes de suspender temporalmente las obligaciones de publicación (pre y post-transparencia) de órdenes y transacciones debido a una reducción significativa de la liquidez de instrumentos financieros considerados líquidos;
- 5) simplificación del régimen de retrasos de publicación de las transacciones superiores al umbral SSTI, a las del umbral de operaciones de gran volumen (LIS) y a todas las transacciones en instrumentos ilíquidos. Se propone

pasar del modelo actual de retraso de 48 horas (48h) y posibles extensiones de cuatro semanas o de publicación semanal agregada (p.e. en bonos soberanos) a un retraso de 48h, como el actual, pero solo con una extensión de dos semanas para el resto de detalles de la transacción.

Eliminación de las exenciones relacionadas con el umbral relativo al tamaño específico del instrumento (SSTI, por sus siglas en inglés) y disminución del umbral de operaciones de gran volumen

El artículo 2 del RTS 2, y su anexo 1, considera que los centros de negociación de instrumentos de renta fija (mercado regulado, sistema multilateral de negociación y sistemas organizados de negociación) pueden gestionar sus sistemas de negociación con un régimen de transparencia diferente, ajustado a cada uno de los modelos de negociación. Los sistemas de negociación y su régimen de transparencia son los siguientes:

El sistema de negociación de libro de órdenes con subasta continua publicará, para cada instrumento financiero, los cinco mejores precios de compra y venta y el volumen agregado en cada uno de dichos precios.

El sistema de negociación dirigido por precios publicará, para cada instrumento financiero, el mejor precio comprador y vendedor de cada creador de mercado para ese instrumento, junto con los volúmenes correspondientes a dichos precios. En condiciones de mercado excepcionales podrán permitirse la publicación de precios solo comprador, o solo vendedor, o indicativos, durante un tiempo limitado.

El sistema de negociación de subasta periódica publicará, para cada instrumento financiero, el precio resultante del algoritmo de la subasta y el volumen que sería potencialmente ejecutable a ese precio.

El sistema de negociación con solicitud de cotización (denominado en inglés *request for quote trading system*) publicará las cotizaciones y los volúmenes correspondientes de todo miembro o participante que, de ser aceptados, darían lugar a una operación con arreglo a las normas del sistema.

En el sistema de negociación de viva voz se publicarán las demandas y ofertas y los volúmenes correspondientes de cada miembro o participante que, de ser aceptados, darían lugar a una transacción.

Los sistemas de negociación no incluidos en los anteriores modelos deberán publicar una información adecuada sobre el nivel de órdenes o cotizaciones y de la posición negociables; en particular, los cinco mejores niveles de precios comprador y vendedor y/o las cotizaciones comprador y vendedor de cada creador de mercado para ese instrumento, siempre que lo permitan las características del mecanismo de formación de precios.

La regulación permite que los sistemas de negociación con solicitud de cotización y los de viva voz puedan no publicar órdenes y transacciones denominadas indicaciones de interés vinculante (en inglés, *actionable Indication of Interest -A-IOI-*) superiores al tamaño específico del instrumento (SSTI) que habitualmente es inferior al umbral determinado para las operaciones de gran volumen. ESMA aconseja a la CE la eliminación de esta excepción ya que, según su análisis y las respuestas a la consulta pública realizada al efecto, esta excepción no es usada frecuentemente. Además, al permitirse la misma solo a dos sistemas de negociación de los seis antes descritos genera una desventaja competitiva en aquellos sistemas que no tienen este tipo de exención y conlleva a una mayor complejidad que dificulta la operativa en estos mercados.

Como forma de paliar el posible riesgo en el que pueden incurrir los creadores de mercado por la eliminación de esta excepción sobre el tamaño específico del instrumento (SSTI), ESMA sugiere que se analice si el umbral de las operaciones de gran volumen (LIS) puede ser reducido. Aunque el anexo 2.3 del RTS 2 establece un volumen mínimo igual para el SSTI y para el LIS en pre-transparencia, los percentiles del volumen de las operaciones efectuadas en un periodo en SSTI (percentiles del 30 al 60 según tipo de bono) son inferiores al LIS (siempre el percentil 70 independientemente del tipo del bono). Por lo que en la práctica el SSTI es inferior al LIS y con la eliminación de la excepción a operaciones por volumen superior al SSTI, ESMA sugiere a la CE el análisis de la reducción del umbral del LIS. En la post-transparencia los volúmenes SSTI son siempre inferiores al LIS dado que el percentil en el primer caso es 80 y en el segundo es 90. Traduciendo los percentiles mencionados en términos numéricos para el caso de bonos la diferencia es muy significativa (p.e. para un bono soberano el SSTI en pre-transparencia es de 700.000€ y el LIS es de 6.000.000€; en post-transparencia el SSTI es de 10.000.000€ y el LIS es de 25.000.000€).

En cuanto a los internalizadores sistemáticos, en la regulación actual (art. 18.10 de MiFIR) se establece que no tienen la obligación de publicar cotizaciones cuando negocian por encima del umbral de SSTI. Por lo tanto, ESMA propone que la referencia a este umbral se sustituya por una referencia al umbral LIS que, como se ha mencionado, debería ser recalibrado a un nivel inferior.

Alternativas para aumentar el porcentaje de bonos sujeto a transparencia en tiempo real

El análisis realizado por ESMA, y reflejado tanto en la consulta pública como en este informe final, muestra que el nivel de transparencia en los mercados de renta fija no es el satisfactorio para la mayor parte de los participantes en los mercados. Dada la complejidad de este asunto, ESMA propone a la CE el estudio de tres alternativas:

□ Eliminar la clasificación de instrumentos líquidos e ilíquidos solo al objeto de aumentar la transparencia en tiempo real basada en un régimen simplificado soportado en el umbral de operaciones de gran volumen (LIS). En el RTS 2, la tabla 2.2 establece que son bonos ilíquidos aquellos que tengan una negociación que no cumpla con una serie de características que irán reduciéndose en sucesivas revisiones en cuatro fases. En la primera fase se considera que un bono es ilíquido si cuenta con menos de 15 transacciones diarias, un volumen negociado inferior a 100.000€ y ha negociado menos del 80% de los días hábiles. En el caso de un bono de nueva emisión, el bono será considerado ilíquido si el volumen emitido es inferior a 500 o 1.000 millones de € según el tipo de bono (deuda pública, corporativo, convertible, etc.). En la fase cuatro para los bonos ya emitidos el número de transacciones bajaría a 2 desde 15 y el volumen para los recién emitidos, y por tanto sin histórico de negociación, bajaría a 500 millones para los bonos garantizados y los corporativos (en los demás tipos de bonos el volumen para considerarse un instrumento con mercado líquido continúa en los 1.000 millones de € para deuda pública y en 500 millones de € para otros bonos públicos y bonos convertibles). Como se observa, el sistema descrito para la determinación de si un bono tiene un mercado líquido o ilíquido es muy complejo y ESMA sugiere que la determinación de la transparencia en tiempo real no se base en esta clasificación de bonos sino en si la orden o transacción es superior al umbral del LIS.

□ La segunda alternativa consiste en modificar el RTS 2 y pasar directamente a la fase 4 (desde la fase 1 o 2) y así incrementar el número de bonos líquidos. Como se ha explicado en la letra a) anterior en la fase 4 solo se requiere dos transacciones, junto con el mínimo de 100.000€ de media diaria de negociación y el 80% de días hábiles con negociación.

□ La tercera propuesta en este ámbito es realizar la evaluación de si un instrumento tiene un mercado líquido o ilíquido utilizando una medida de liquidez diferente (actualmente basada en el número de transacciones, un volumen mínimo de negociación y de días negociados) como, por ejemplo, el volumen de la emisión discriminando entre distintos tipos de bonos (deuda pública, garantizados, etc.). Es decir, ESMA propone analizar el uso de una medida de liquidez estática y sin consideración del histórico de negociaciones de cada instrumento.

Traspaso a ESMA de la suspensión temporal de las obligaciones de transparencia en un instrumento financiero líquido

En la consulta pública ESMA solicitó comentarios sobre una posible eliminación de la capacidad de las Autoridades Nacionales Competentes (ANC) de suspender las obligaciones de publicación (pre y post-transparencia) de órdenes y transacciones debido a una reducción significativa de la liquidez de instrumentos considerados líquidos o sustituir dicha capacidad por una coordinación a nivel europeo de la implementación de una suspensión de la transparencia en un bono.

ESMA sugería modificar esta capacidad en manos de las ANC debido a: 1) su falta de uso por las ANC ya que estas pueden en cualquier momento suspender un instrumento financiero para salvaguardar la integridad del mercado. Por el contrario, es muy difícil determinar cuándo se debería suspender la transparencia pero no la negociación y 2) pueden darse situaciones en las que una ANC suspenda la transparencia de un bono con un mercado líquido que, al tener esta característica, es probable que se negocie en otras plataformas sujetas a la supervisión de otras ANC que no tomen esa medida o no se les comunique con antelación. En estas situaciones, la falta de coordinación en la Unión Europea podría dar lugar a desventajas competitivas.

En las respuestas recibidas a la consulta pública ESMA ha detectado un significativo interés en mantener esta capacidad pero no a nivel de cada ANC sino a nivel europeo, siendo ESMA la encargada de llevarla a cabo. De esta forma, ESMA aseguraría una coordinación entre los Estados Miembros evitando posibles arbitrajes entre mercados e inversores.

Simplificación del régimen de retrasos de publicación de las transacciones

ESMA ha comprobado que el 95.6% de las transacciones que no están sujetas a su publicación tan próxima como sea técnicamente posible al tiempo real pero nunca con un retraso de más de 15 minutos (transacciones LIS, SSTI o de instrumento financiero ilíquido), se informan al público a las 48h y solo en el 4.1% de los casos los volúmenes de esa clase de transacciones se publican en 4 semanas. Las demás excepciones solo se aplicaron en 2018 en un 0.30% de los casos. La prolija casuística de estas excepciones están explicadas en el apartado 3 del artículo 11 de

MiFIR y en el artículo 11 del RTS 2. En cuanto a tipos de bonos se observa que los principales beneficiarios de las excepciones son las operaciones sobre bonos soberanos y que en la mayoría de bonos con mercados ilíquidos se publican el detalle de sus transacciones en 48h. Dado que ESMA sugiere la eliminación de todas las excepciones en órdenes y transacciones superiores al SSTI, esta propuesta de extensión del retraso durante dos semanas, además del retraso de 48h de algunos detalles de las transacciones, aplicaría a las operaciones superiores al umbral LIS y a las operaciones sobre instrumentos con mercados ilíquidos.

Enlaces de interés:

[Informe final](#)

[Consulta pública](#)