



Bruselas, 23.9.2020
COM(2020) 574 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

en virtud del artículo 85, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en su versión modificada por el Reglamento (UE) 2019/834, en el que se evalúa si se han desarrollado soluciones técnicas viables para la transferencia, por parte de los sistemas de planes de pensiones, de garantías en efectivo y no en efectivo como márgenes de variación, y la necesidad de adoptar medidas que faciliten esas soluciones técnicas viables

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

en virtud del artículo 85, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en su versión modificada por el Reglamento (UE) 2019/834, en el que se evalúa si se han desarrollado soluciones técnicas viables para la transferencia, por parte de los sistemas de planes de pensiones, de garantías en efectivo y no en efectivo como márgenes de variación, y la necesidad de adoptar medidas que faciliten esas soluciones técnicas viables

1. INTRODUCCIÓN

El Reglamento sobre la infraestructura del mercado europeo (EMIR)¹, que en 2012 introdujo en la UE las reformas del G-20 relativas a los contratos de derivados extrabursátiles, otorgaba una exención temporal de la obligación de compensación a las entidades responsables de la gestión de sistemas de planes de pensiones (SPP) en relación con determinados tipos de derivados extrabursátiles².

En virtud de dicho Reglamento, los SPP incluyen los fondos de pensiones de empleo (FPE) con arreglo a la definición del artículo 6, letra a), de la Directiva 2003/41/CE, las actividades de previsión ocupacional para la jubilación de dichos fondos en virtud del artículo 3 de la misma Directiva, las actividades de pensiones de las empresas de seguros contemplados en la Directiva 2002/83/CE (siempre que los activos y pasivos relacionados con dichas actividades se mantengan segregados del resto de actividades de la empresa de seguros), así como cualesquiera otras entidades autorizadas y supervisadas, u otros sistemas, que funcionen a escala nacional cuyo objetivo primario sea proporcionar prestaciones de jubilación.

La exención temporal se otorgó a fin de tener en cuenta las características específicas del modelo de negocio de dichas entidades y los efectos que la compensación obligatoria pudiera tener sobre las pensiones: como se recuerda en el considerando 26 del EMIR, las entidades que gestionan sistemas de planes de pensiones «suelen reducir al mínimo sus reservas de efectivo a fin de maximizar la eficiencia y el rendimiento para sus titulares de pólizas. En consecuencia, exigir a dichas entidades que compensen contratos de derivados extrabursátiles de forma centralizada llevaría a convertir en efectivo una proporción significativa de sus activos al objeto de satisfacer los requisitos de margen vigentes de las ECC». La compensación de derivados extrabursátiles de forma centralizada exige disponer de cantidades de efectivo suficientes para satisfacer los requisitos en materia de márgenes de las entidades de contrapartida central (ECC). Como reconoce el marco regulador del EMIR, mantener grandes cantidades de efectivo

¹ Reglamento (UE) n.º 648/2012.

² Dicha exención se refiere a los contratos de derivados extrabursátiles que reduzcan de una manera objetivamente mensurable los riesgos de inversión directamente relacionados con la solvencia financiera de los sistemas de planes de pensiones y a las entidades establecidas para indemnizar a los miembros de dichos sistemas en caso de incumplimiento, y a los SPP que encuentren dificultades para cumplir los requisitos relativos a los márgenes de variación (artículo 89 del EMIR).

a fin de satisfacer posibles exigencias de márgenes de variación podría tener repercusiones negativas en la renta de jubilación de los pensionistas.

Un estudio independiente realizado por Europe Economics and Bourse Consult en 2014 para la Comisión Europea calculó el margen de variación que los fondos de pensiones europeos podrían verse obligados a pagar a consecuencia de una fluctuación del 1 % en los tipos. Aunque el estudio todavía incluía al Reino Unido, los resultados sin este país revelan que la cantidad oscilaría entre 106 000 y 133 000 millones EUR, y aún sería superior en escenarios más tensionados.

Más recientemente, el Eurosistema³ y el banco central danés⁴ realizaron estudios adicionales que indican que el margen de variación potencial de los fondos de pensiones neerlandeses y daneses —que representan el 52 % de los activos financieros de los fondos de pensiones de la UE (excepto el Reino Unido)⁵— sujetos al mismo escenario de tensión (1 % de fluctuación de los tipos) sería inferior a 53 000 millones EUR y 106 000 millones DKK (o 14 000 millones EUR) respectivamente, es decir, algo por debajo de las cifras correspondientes⁶ del estudio independiente antes mencionado. De acuerdo con los saldos de efectivo disponibles, el déficit de caja total del conjunto de los fondos de pensiones de la zona del euro podría ascender a 17 000 millones EUR⁷.

Esta clase de movimientos en tipos, costes y riesgos no serían específicos únicamente de los SPP, sino que afectarían a otras empresas financieras que también compensan de forma centralizada (p.ej. fondos de inversión o compañías de seguros), y también pueden producirse riesgos de incumplimiento por falta de garantías reales admisibles en la negociación de derivados bilaterales, no solo en el mundo de la compensación centralizada. Sin embargo, como reconoce la AEVM en su primer informe sobre este tema, los SPP parecen tener más limitada su capacidad para mitigar estos riesgos a través de la flexibilidad de sus estrategias de inversión, la disponibilidad de inversiones congruentes con sus activos o el acceso a fuentes de liquidez, como se explica en las secciones siguientes.

La exención temporal tenía por objeto proporcionar el tiempo necesario para encontrar una solución técnica adecuada, lo que permitiría a los SPP compensar de forma centralizada en las ECC y no perjudicar de forma significativa la renta de los

³ Banco Central Europeo, Informe de estabilidad financiera, mayo de 2020. Las estimaciones relativas a los fondos de pensiones neerlandeses oscilan entre 36 000 y 47 000 millones EUR; dado que los fondos de pensiones neerlandeses incluyen el 89 % de las permutas de tipos de interés de los fondos de pensiones de la zona del euro, se calcula que la petición de margen para el conjunto de los fondos de pensiones de la zona del euro oscilaría entre 40 000 y 53 000 millones EUR.

⁴ Danmarks Nationalbank, «Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise», noviembre de 2019.

⁵ Según las cuentas de la zona del euro a finales de 2019.

⁶ Las cifras correspondientes de los fondos de pensiones neerlandeses y daneses se aproximaban a los 60 000 y 27 000 millones EUR, respectivamente.

⁷ Las estimaciones de déficit de caja de los fondos de pensiones neerlandeses oscilan entre 6 000 y 15 000 millones EUR. Dado que los fondos de pensiones neerlandeses incluyen el 89 % de las permutas de tipos de interés de los fondos de pensiones de la zona del euro, el déficit de caja del conjunto de los fondos de pensiones de la zona del euro podría elevarse a 17 000 millones EUR.

pensionistas. En el marco del EMIR, las actividades de los SPP con derivados extrabursátiles ya están sujetas —en virtud de los umbrales pertinentes— a los requisitos de reducción del riesgo y de márgenes aplicables a operaciones extrabursátiles no compensadas establecidos en el artículo 11, que comenzó a aplicarse en 2017 con una introducción gradual⁸: estos requisitos tienen por objeto abordar los riesgos relacionados con los derivados no compensados de forma centralizada, además de ofrecer incentivos para la compensación de forma centralizada. Los SPP también están sujetos a las obligaciones de información del EMIR.

Aunque las conversaciones mantenidas con los SPP y otras partes interesadas confirman que los SPP quieren compensar operaciones en las ECC, y de hecho ya lo hacen así en determinados casos, la compensación obligatoria ha seguido presentando problemas. Por tanto, la exención de la compensación centralizada se ha ido prorrogando a lo largo de los años, ya que no se ha encontrado una solución técnica viable. El Reglamento EMIR REFIT, que entró en vigor en junio de 2019, prorroga la exención hasta junio de 2021, con la posibilidad de que se vuelva a prorrogar dos veces mediante actos delegados de la Comisión, cada vez por un plazo máximo de un año. No obstante, el objetivo final de este Reglamento sigue siendo que los SPP se compensen de forma centralizada lo antes posible, considerando que la evolución actual de la regulación y de los mercados debería permitir a los participantes en el mercado desarrollar soluciones adecuadas (EMIR, considerando 30). Las ECC, los miembros compensadores y los SPP deben esforzarse al máximo para contribuir al desarrollo de dichas soluciones.

El artículo 85 del EMIR REFIT obliga a la Comisión a elaborar un informe anual hasta la última prórroga de la exención en el que se evalúe «si se han desarrollado soluciones técnicas viables para la transferencia, por parte de los sistemas de planes de pensiones, de garantías en efectivo y no en efectivo como márgenes de variación, y la necesidad de adoptar medidas que faciliten esas soluciones técnicas viables».

El Reglamento también establece que la AEVM, en cooperación con la AESPJ, la ABE y la JERS, debe presentar un informe anual a la Comisión en el que se evalúe esta cuestión. La Comisión recibió el primer informe de la AEVM en abril de 2020. Junto con dicho informe, la AEVM inició una consulta pública a fin de obtener información adicional de las partes interesadas y presentar a la Comisión un segundo informe, más exhaustivo, a más tardar en diciembre de 2020. Por consiguiente, el informe exhaustivo de la AEVM no está disponible a tiempo para incorporarse al presente informe de la Comisión Europea.

El EMIR REFIT también encomienda a la Comisión crear un grupo de expertos integrado por representantes de las partes interesadas pertinentes para que supervisen los esfuerzos realizados y evalúen los avances logrados en la búsqueda de soluciones técnicas viables. El grupo de expertos, que continúa con la labor de su predecesor (el Grupo de Alto Nivel de la Comisión sobre los fondos de pensiones) incluye a

⁸ Reglamento Delegado (UE) 2016/2251 de la Comisión.

representantes de ECC, miembros compensadores, SPP, bancos centrales y otras partes interesadas pertinentes, se reunió en dos ocasiones, en octubre de 2019 y abril de 2020 (mediante videoconferencia), y seguirá reuniéndose cada seis meses. La Comisión continúa basándose en el trabajo de este grupo para elaborar los informes destinados a los legisladores.

2. OBJETIVO DEL INFORME

Con el presente informe, la Comisión cumple con su obligación en virtud del artículo 85 del EMIR.

Este informe tiene debidamente en cuenta el primer informe de la AEVM, así como las conversaciones mantenidas en el seno del grupo de expertos. Como se ha explicado anteriormente, los resultados de la consulta pública iniciada por la AEVM se incorporarán al segundo informe de la Comisión que se publicará el año que viene.

En el presente informe se analizan los principales problemas detectados por las partes interesadas en relación con la compensación centralizada de los SPP, así como las soluciones que se han explorado hasta la fecha. Como ya se ha dicho, los SPP están exentos de la obligación de compensación centralizada hasta junio de 2021: en vista de este plazo, el informe tiene por objeto poner al Parlamento Europeo y al Consejo al tanto de los avances logrados en este terreno, así como determinar los aspectos que es necesario seguir explorando a fin de encontrar una solución de compensación centralizada viable y sostenible.

3. PRINCIPALES PROBLEMAS DETECTADOS

3.1 Antecedentes del modelo de negocio de los SPP y del uso de los derivados

Los SPP europeos, especialmente en algunos Estados miembros como los Países Bajos y Dinamarca, son participantes activos en el mercado de derivados extrabursátiles. Utilizan estos derivados para cubrir los pasivos generados por una serie de riesgos, como la volatilidad de los tipos de interés y la inflación, y en última instancia para protegerse de los riesgos de solvencia financiera. Los pasivos de los fondos de pensiones con respecto a los pensionistas actuales y futuros tienen vencimientos largos, que deben ser congruentes con activos a largo plazo, normalmente bonos públicos y corporativos. Sin embargo, no parece viable que los SPP europeos cubran totalmente sus pasivos con bonos, ya que la disponibilidad de bonos de características adecuadas es limitada. Además, los derivados pueden ser más congruentes con los pasivos de los SPP porque a menudo se utilizan permutas para descontar dichos pasivos a efectos de valoración. Según la información de la AEVM, los SPP europeos no están, en este sentido, en la misma situación que los fondos de pensiones estadounidenses que se basan más en activos a largo plazo como bonos públicos y corporativos a efectos de cobertura. Los fondos de pensiones estadounidenses tienden a tener pasivos de menor

duración que los SPP europeos, dichos pasivos se descuentan normalmente aplicando rendimientos de bonos de empresas AA, y el mercado estadounidense de bonos de empresa es más amplio. En este sentido, como reconoce la AEVM, los SPP parecen tener la necesidad estructural de utilizar derivados extrabursátiles.

La cartera de derivados de los SPP es normalmente grande, a largo plazo y unidireccional, y la posición agregada de la industria representa, según la AEVM, un riesgo sistémico potencial.

En cuanto a los tipos de derivados, los SPP son grandes usuarios de las permutas de tipos de interés a largo plazo: según los datos EMIR de 2015 facilitados por la DTCC, el 20 % de las permutas de tipos de interés con al menos una entidad de contrapartida del tipo de una aseguradora o un fondo de pensiones de la UE tenían vencimiento a treinta años, frente a una media mundial inferior al 10 %⁹. Las permutas de tipos de interés son la clase de derivados sujeta a la obligación de compensación impuesta por el EMIR. Los SPP negocian sus derivados de forma bilateral, o bien compensan de forma centralizada en las ECC, generalmente como clientes de miembros compensadores.

Conviene señalar que existe una notable diversidad de sistemas y mercados de pensiones en el conjunto de la UE: en algunos Estados miembros, los sistemas de pensiones del segundo pilar están más desarrollados, y los fondos de pensiones de prestaciones definidas están más extendidos, mientras que en otros predomina el modelo de cotizaciones definidas. Los mayores mercados de SPP de la UE se encuentran en los Países Bajos, con una ratio media de los activos con respecto al PIB del 173,3 %, y en Dinamarca con una ratio del 198,6 %, según los datos de finales de 2018. Irlanda también cuenta con sistemas parecidos. En estos países, los planes de pensiones privados representan una parte importante de las rentas de los pensionistas en su jubilación.

3.2 El problema de la compensación centralizada de los SPP

El principal problema detectado en relación con la compensación centralizada concierne al hecho de que la compensación en las ECC obliga al depósito en efectivo de los márgenes de variación; los debates mantenidos en el grupo de partes interesadas de la Comisión demuestran que esto es problemático para los SPP cuando el mercado está tensionado.

En el modelo de compensación centralizada, las ECC piden el margen de variación a sus participantes, a fin de compensar los cambios en el valor de mercado de las posiciones en derivados que gestionan. De este modo, las ECC siempre están cubiertas frente a los movimientos del mercado y los participantes en el mercado no acumulan grandes pérdidas a lo largo del tiempo en relación con su cartera de compensación centralizada. La ECC calcula las pérdidas y ganancias y se intercambian diariamente a través del proceso de valoración a precios de mercado. Lo más útil para la constitución de márgenes es el efectivo, porque minimiza el riesgo de pérdida de valor y su

⁹ Junta Europea de Riesgo Sistémico, *Occasional Paper Series 11*, 2016.

transferencia es definitiva. Transferir efectivo como margen de variación es además menos complejo desde el punto de vista operativo y compatible con el planteamiento de gestión del riesgo de liquidez recogido en el EMIR¹⁰.

Esto significa que los participantes en la compensación deben ser capaces de atender dichas peticiones con cantidades apropiadas de efectivo: de no ser así, cuando un miembro compensador no pueda aportar el margen de variación requerido a su debido tiempo, la ECC declarará su situación de incumplimiento y se pondrán en marcha los procedimientos correspondientes para restablecer la congruencia de la cartera. Además, la aportación del margen de variación a las ECC debe efectuarse en un breve plazo, lo que entraña dificultades operativas adicionales¹¹.

El efectivo tiene un elevado coste de oportunidad, ya que no es tan rentable como otros activos y no es adecuado para compensar los vencimientos de los pasivos de los SPP, por lo que quedan expuestos a desajustes entre activos y pasivos. Mantener grandes cantidades de efectivo en lugar de otros activos más rentables contribuiría a reducir los rendimientos de los pensionistas y afectaría a la asignación de los activos de los SPP y, de hecho, los fondos de pensiones normalmente no mantienen mucho efectivo, como puede verse también en las estadísticas mundiales sobre pensiones que publica la OCDE anualmente.

La cuestión del margen de variación en efectivo puede revelarse problemática, especialmente cuando el mercado está tensionado y los tipos de interés van al alza, ya que las peticiones de márgenes de variación por parte de las ECC podrían aumentar de forma significativa para los SPP.

De hecho, también pueden producirse grandes peticiones de márgenes de variación en el contexto de operaciones que no se compensen de forma centralizada, en las que actualmente participan los SPP. Sin embargo, en ese contexto, los SPP también pueden aportar el margen de variación por otros medios distintos del efectivo, por ejemplo utilizando bonos del Estado de alta calidad (un activo que suele abundar en los fondos de pensiones), aunque puede que en los últimos tiempos sea más frecuente que se pida a los SPP que aporten el margen de variación en efectivo también en sus operaciones bilaterales.

Cabe señalar que lo que pretende el marco regulador del EMIR es promover la compensación centralizada también haciendo que las operaciones bilaterales sean menos convenientes, en consonancia con los riesgos asociados: se espera que este y otros aspectos de la evolución de la normativa, junto con las fuerzas del mercado, den lugar a un incremento de los volúmenes de derivados compensados de forma centralizada, posiblemente con mejores precios en el segmento compensado con

¹⁰ Además, el margen de variación en efectivo permite que las ECC sigan teniendo la certeza de su capacidad de valorar sus transacciones correctamente y es la convención del mercado adoptada por todos los participantes en el mercado de permutas compensadas.

¹¹ Para las peticiones de márgenes intradiarias, algunas ECC permiten que los participantes aporten valores en lugar de efectivo; sin embargo, las peticiones de márgenes al cierre de jornada deben satisfacerse con efectivo.

respecto al no compensado de forma centralizada. De hecho, como ya se ha dicho, algunos fondos de pensiones ya han iniciado la compensación centralizada de forma seleccionada y voluntaria.

Cabe señalar que, en general, es más probable que los SPP se compensen indirectamente como clientes de los miembros compensadores que convirtiéndose en miembros compensadores directos de una ECC, como se explica con más detalle en las secciones siguientes.

Lo expuesto anteriormente constituye el contexto para las características que una posible solución al problema de la compensación centralizada debería tener: debería lograr el equilibrio justo entre el objetivo de estabilidad financiera y la necesidad de que los SPP sean viables en términos de coste, de modo que no afecte en exceso a las prestaciones de los jubilados y sea lo suficientemente robusta también en un mercado tensionado.

3.3 Posibles soluciones exploradas hasta la fecha

El debate sobre la compensación centralizada de los SPP ha llevado a explorar diferentes vías a lo largo de los años. Se incluyó una descripción de algunas posibles soluciones en el informe presentado por la Comisión sobre este asunto con arreglo al EMIR en 2015, que concluyó que no se había desarrollado ninguna solución técnica viable.

Las opciones exploradas hasta el momento se han centrado en determinar cómo podrían los SPP aportar los márgenes de variación a las ECC de manera segura y rentable. En una primera fase, como se explica en el informe de la Comisión de 2015, se examinó si las ECC podrían aceptar el margen de variación por medios que no fueran efectivo, como bonos públicos de alta calidad; sin embargo, es un hecho generalmente aceptado que sería difícil seguir esta vía, porque sería necesario que las ECC gestionasen una cartera de bonos convertibles en efectivo con los riesgos que ello conlleva, lo cual podría distorsionar su papel como canal de transferencia que gestiona una cartera plana.

Por tanto, se está explorando una segunda serie de opciones que permitiría a los SPP intercambiar sus bonos por efectivo a fin de atender las peticiones de margen de las ECC (transformación de garantías reales). Las posibles soluciones exploradas y desarrolladas durante los últimos años por las partes interesadas del sector, de hecho, se han centrado en las formas de facilitar una transformación eficiente de las garantías reales por los SPP.

Transformación de garantías reales por los miembros compensadores

Los miembros compensadores, como los bancos, pueden prestar a sus clientes — incluidos los fondos de pensiones— servicios de transformación de garantías reales¹², por medio de repos. De hecho, la mayoría de los SPP que participan en la

¹² Este tipo de servicio también podría prestarse a los fondos de pensiones por otros bancos que no sean su miembro compensador.

compensación centralizada lo hacen hoy en día como clientes de miembros compensadores y podrían continuar haciéndolo así incluso con la compensación obligatoria. Una operación repo es aquella en la que una parte vende un activo a otra y se compromete a recomprarlo en un momento futuro a un precio acordado. El activo suele ser un bono y sirve como garantía real para asegurar al prestamista de efectivo contra el riesgo de crédito de contraparte. Por tanto, los repos pueden utilizarse para transformar bonos en efectivo y aportar márgenes de variación, con la ventaja adicional de que el proveedor de los bonos conserva la titularidad de los bonos propiamente dichos y sigue obteniendo los rendimientos a largo plazo.

Los grandes grupos bancarios normalmente participan en el mercado de repos. Sin embargo, se han señalado algunos factores que pueden disuadir a los miembros compensadores de participar en tales operaciones. Como han planteado muchos participantes en el mercado, el cálculo del coeficiente de apalancamiento en el marco de Basilea III redujo la conveniencia de las operaciones de repo, ya que estas operaciones tienen márgenes bajos y expanden los balances de los bancos, contribuyendo así a aumentar el denominador del coeficiente. En este sentido, los bancos necesitan tener más capital de nivel 1 para cumplir el requisito. El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CSFG, por sus siglas en inglés) realiza planteamientos similares en su análisis de los mercados de repos de 2017¹³, que apunta al posible equilibrio entre las reformas de la normativa centradas en el tamaño de los balances de los bancos (con el fin de limitar un apalancamiento excesivo) y las consecuencias, también para los usuarios finales, en términos de disponibilidad de repos¹⁴. En este sentido, los volúmenes del mercado de repos en la UE han ido no obstante en aumento en los últimos años¹⁵ y, según el análisis del BCE, las reformas de la regulación de la prestación de servicios repo por los bancos de la zona del euro no han tenido consecuencias indeseadas de importancia¹⁶.

Además, la forma en que se concibió inicialmente el coeficiente de apalancamiento hizo que para los bancos fuera menos conveniente prestar servicios de compensación a sus clientes, ya que los márgenes aportados por estos no podían utilizarse para compensar el importe de la exposición (lo que incrementaría el denominador del coeficiente). En 2019, el Comité de Basilea¹⁷ propuso introducir cambios en el cálculo del coeficiente de apalancamiento para que la compensación de clientes no resultara

¹³ CGFS, *Repo market functioning*, 2017.

¹⁴ «La contracción de la capacidad de intermediación también puede reducir la capacidad de los mercados de repos para responder a la demanda en futuros periodos de tensionamiento. Una reducción del funcionamiento del mercado de repos podría generar fricciones en los mercados de efectivo y derivados, y reducir la capacidad de las entidades financieras para monetizar activos. Los costes resultantes para la estabilidad financiera y la economía real en tiempos de tensión podrían ser significativos en general, aunque estas situaciones no se han materializado a una escala importante en los últimos tiempos. Las adaptaciones del mercado de repos podrían reducir los costes para algunos usuarios finales, pero también podrían introducir nuevos riesgos».

¹⁵ ICMA, *European Repo Market Survey*, diciembre de 2019.

¹⁶ BCE, Informe de estabilidad financiera, 2017.

¹⁷ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Leverage ratio treatment of client cleared derivatives*, 2019.

indebidamente penalizada. Estos cambios se reflejaron en el Reglamento sobre requisitos de capital revisado (RRC2), que entró en vigor en junio del año pasado.

También se introdujo una modificación del coeficiente de apalancamiento en relación con el tratamiento de los repos inversos. Estos cambios pueden contribuir a animar a los bancos a prestar servicios de compensación de clientes y posiblemente de intermediación de repos, lo que también respaldaría la liquidez del mercado de repos. Será necesario evaluar los efectos de estos cambios.

Además, la capacidad de los mercados de repos para satisfacer la demanda de efectivo de todos los SPP ha suscitado inquietud, especialmente en tiempos de tensión, como se explica con más detalle a continuación.

Transformación de garantías reales a través de mercados de repos compensados

En los últimos años, algunas ECC han desarrollado nuevos modelos para respaldar la compensación centralizada de SPP que se basan en facilitar el acceso de los SPP a las ECC y a los mercados de repos compensados; esto también podría implicar acceso al mercado extrabursátil compensado. Estos modelos han sido desarrollados en la Unión Europea al menos por una ECC y, según ha podido saber la Comisión, es probable que otras ECC adopten modelos similares¹⁸. En este marco, los SPP tienen una relación contractual directa con la ECC y cuentan con la «ayuda» (o bien el «patrocinio») de un miembro compensador (normalmente, un banco) que actúa como agente de compensación y facilita la compensación centralizada de los SPP, por ejemplo contribuyendo al fondo de garantía de la ECC y prestando servicios de gestión de incumplimientos y de otro tipo (gestión de garantías reales, etc.).

Estos modelos no eliminan *per se* la necesidad de aportar el margen de variación en efectivo para los derivados extrabursátiles compensados, pero sí proporcionan a los SPP un acceso adicional a los mercados de repos. Estos modelos de «pertenencia facilitada» también tratarían de paliar algunas de las limitaciones de la compensación de clientes, como la concentración de la compensación de clientes en la UE en unos pocos miembros compensadores o el problema de la portabilidad de las posiciones de los clientes en caso de incumplimiento de un miembro compensador. Desde el punto de vista de los bancos, estos modelos deberían ser menos exigentes en términos de requerimientos de capital que las actividades de compensación de clientes tradicionales.

Hasta donde tiene conocimiento la Comisión, este modelo se ha ido desarrollando a lo largo del tiempo con una apetencia hasta cierto punto creciente por parte del mercado, si bien solo unos pocos SPP —normalmente los grandes— han comenzado a usar este servicio hasta el momento. Una razón obvia puede ser el hecho de que mantener una relación directa con una ECC podría requerir una preparación operativa y jurídica adicional, así como inversiones por parte de los participantes en el mercado, tanto SPP

¹⁸ Fuera de la Unión Europea, según la información de que dispone la Comisión, LCH Ltd (Reino Unido), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Canadá) y DTCC FICC (Estados Unidos) ha establecido ofertas de compensación de repos para la parte compradora.

como miembros compensadores. Además, los fondos de pensiones participantes en el grupo de partes interesadas de la Comisión señalaron que estos modelos generalmente solo están disponibles para los grandes SPP; solo un pequeño número de bancos los apoyan actualmente y los SPP siguen dependiendo de la voluntad del miembro compensador de prestar los servicios relacionados.

De acuerdo con un documento conjunto elaborado por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) y Pensions Europe en 2018¹⁹, el mercado mira con interés los modelos de pertenencia directa o pertenencia «facilitada», también porque pueden ser más interesantes para los bancos que las relaciones tradicionales de compensación de clientes. La pertenencia directa completa parece ser problemática por una serie de razones (incluida la necesidad de cumplir los requisitos de participación de las ECC y las contribuciones a los fondos de garantía frente a incumplimientos, así como de disponer de capacidad operativa); los modelos de acceso facilitado pueden ser una forma de aproximarse más a esto. Según los fondos de pensiones participantes en el grupo de partes interesadas de la Comisión, todavía sería necesario realizar algunas mejoras adicionales.

Análisis del mercado de repos

Por lo general, los SPP consideran el mercado de repos como una herramienta útil para sus necesidades de liquidez y, en los debates del grupo de expertos creado por la Comisión Europea, se ha descrito como una posible pieza de la solución global al problema de los márgenes de variación.

Sin embargo, la industria mantiene sus reservas en cuanto a la capacidad de los mercados de repos de satisfacer la demanda total de efectivo generada por la necesidad de que todos los SPP tengan que compensar en un mercado tensionado, cuando es probable que los mercados de repos se encuentren bajo presión para absorber una gran demanda de liquidez, y no solo de los SPP. Además, puede que los bancos no siempre estén dispuestos a ofrecer repos a los SPP, o a hacerlo en la misma medida, en épocas de tensión. Como señala la AEVM, estos y otros aspectos tienen que ver también con la relación comercial general entre los bancos y sus clientes SPP. Si los SPP no están en condiciones de utilizar el mercado repos en condiciones de tensión, puede que no sean capaces de satisfacer las peticiones de márgenes de las ECC y que incluso se encuentren en el origen de problemas más generales de estabilidad financiera. En este sentido, podría ser útil establecer un conjunto diversificado de instrumentos de liquidez entre los bancos y los SPP.

Los mercados de repos compensados deberían tener la ventaja de ser más líquidos que los mercados bilaterales, ya que los bancos están en principio más dispuestos a operar con repos compensados que con repos bilaterales, sobre todo porque pueden compensar sus posiciones con la ECC. Según el CGFS (2017), «el porcentaje de operaciones del mercado de repos a través de ECC ha aumentado en los últimos años, situándose en el

¹⁹ Documento conjunto de la ISDA y Pensions Europe: *Potential demand for clearing by EU Pension Funds*, 2018.

50 % o 60 % de los volúmenes del mercado de repos de la zona del euro, debido a su atractivo para la gestión de balances». Los esfuerzos de algunas ECC para permitir la participación directa de los usuarios finales en sus plataformas de repos compensados también deben ponerse en esta perspectiva. Los SPP señalan que el mercado de repos compensados puede ofrecer una capacidad de repos adicional en relación con los repos bilaterales, pero también puede tener las limitaciones antes mencionadas.

La Asociación Internacional de los Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés) ofrece una panorámica del funcionamiento de los mercados europeos de repos, que alcanza un volumen total estimado de 8,31 billones de euros según su estudio *European Repo Market Survey* de 2019²⁰. La encuesta de la ICMA sobre el mercado europeo de repos de 2018 y 2019 confirma que, en general, se considera que funciona bien, por lo que puede ser un canal de transformación de garantías reales; sin embargo, los mercados de repos tienen menor liquidez al final de cada trimestre y al cierre del ejercicio, debido a que los bancos tienden a cerrar sus posiciones de repos cuando se aproximan a las fechas de declaración. Estas contracciones periódicas han ido disminuyendo en los últimos años y cabe esperar que sigan haciéndolo en el futuro, también gracias a la aplicación en la UE de las últimas recomendaciones del CSBB destinadas a reducir la volatilidad trimestral y al cierre del ejercicio.

La ICMA también ofrece un análisis²¹ de los últimos acontecimientos ocurridos en el mercado durante la crisis de la COVID-19. De acuerdo con esta encuesta, el mercado europeo de repos aguantó bien en su mayor parte durante la pandemia de COVID-19 que comenzó a finales de febrero/principios de marzo de 2020. La actividad del mercado de repos aumentó durante las dos primeras semanas de marzo, debido al incremento de solicitudes de transformación de garantías reales para atender peticiones de margen y al abandono de los activos de mayor riesgo en favor de activos a corto plazo. Sin embargo, los clientes declararon que los bancos apenas podían atender el incremento de la demanda de repos y algunos comenzaron a prestar servicio únicamente a sus clientes de más alto nivel. Según la encuesta, «la demanda de acceso al mercado de repos aumentó en el apogeo de la crisis, pero no así la capacidad de los bancos para intermediar en dicho acceso. Los participantes de la parte compradora hablan de un incremento de la dependencia del mercado de repos, ya que las salidas de fondos hicieron necesario generar efectivo contra participaciones, así como atender peticiones de margen contra posiciones de derivados a medida que aumentaba la volatilidad. Sin embargo, parece que los bancos tuvieron dificultades para seguir el ritmo de la demanda de los clientes. Muchos dicen limitar su actividad a los clientes de más alto nivel y carecer de capacidad para nuevos negocios. Los bancos dicen además que, en vista de la mayor volatilidad, fue más bien una cuestión de que los límites a los activos ponderados por riesgo (APR) se convertían en la limitación estricta de la actividad, en lugar del coeficiente de apalancamiento, especialmente en los flujos de negocio unidireccionales (como los prestatarios netos de efectivo)».

²⁰ Según el valor de los contratos de repos y repos inversos pendientes en los libros de las 58 entidades financieras participantes en la encuesta.

²¹ ICMA, *The European repo market and the Covid-19 crisis*, abril de 2020.

Estas tensiones se aliviaron al parecer por la intervención de los bancos centrales, que liberaron líneas de crédito y revirtieron la liquidación de activos de riesgo.

La evolución del mercado durante la crisis de la COVID-19 también ha sido objeto de estudio en el contexto del grupo de partes interesadas de la Comisión. Las ECC informaron de que los mercados de repos compensados siguieron funcionando bien durante la crisis, con un gran volumen de actividad. Según ellos, no se limitó el acceso a las empresas de la parte compradora participantes en el mercado de repos compensados. También se puso de relieve la resiliencia general de la infraestructura del mercado, incluso cuando se trata de los modelos de márgenes, lo que contribuye a la predictibilidad de las peticiones de margen a los participantes. Los sistemas de planes de pensiones declararon sufrir la considerable volatilidad del mercado, con grandes peticiones de margen de las entidades de contrapartida bilaterales y de los miembros compensadores a los clientes. Declararon haber sido capaces de hacer frente a la situación, pero que, si los mercados hubieran funcionado peor, se habrían enfrentado a dificultades muy serias. También confirmaron que los bancos eran reacios a prestar servicios de intermediación de repos y que tenían problemas para acceder a los balances de los bancos miembros compensadores para acceder a los mercados de repos. En consecuencia, los SPP creen que no se puede confiar en el mercado de repos en cualquier condición del mercado; los SPP suelen depender en gran medida de los bancos acceder al mismo y los bancos disponen de líneas de repos limitadas para sus clientes en tiempos de tensión.

En vista de las dificultades con los mercados de repos en épocas de tensión, los participantes en el mercado plantean a menudo que es necesario que los bancos centrales actúen como mecanismo de protección de la liquidez en tales épocas. Según los participantes en el mercado, esta protección de los bancos centrales podría diseñarse de modo que los bancos centrales proporcionasen liquidez a una entidad regulada que a su vez la proporcionase a los SPP: esta entidad podría ser un banco o una ECC. Tras recibir la liquidez de los bancos o las ECC, los SPP podrían atender las peticiones de margen de variación en efectivo.

Hay que señalar que, dado que los bancos centrales tienen competencia exclusiva para el establecimiento de sus mecanismos de liquidez y para la interpretación de su uso previsto, cualquier opción basada en el mecanismo de protección de la liquidez de un banco central tendría que ser aprobada y respaldada por los bancos centrales.

El BCE ofreció su punto de vista sobre este asunto. En lo que respecta a los bancos, es evidente que son entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria y están autorizados a prestar servicios de transformación de garantías reales con arreglo a la normativa bancaria pertinente. Por consiguiente, están en posición de intermediar en el mercado de repos, también basándose en su uso del mecanismo de liquidez de los bancos centrales.

Sin embargo, según el BCE, no parece sencillo que los bancos centrales desempeñen dicha función de protección, o incluso puede no ser viable para las ECC, aunque tengan

licencia para operar como bancos: la prestación de servicios de transformación de garantías reales por las ECC parece estar fuera de su actividad principal, de ahí que pueda suscitar preocupación en relación con las consecuencias del riesgo. Además, según el BCE, en el caso de que las ECC se encargasen de la transformación de garantías reales en virtud de su licencia adicional para operar como bancos (si se otorgase), parece que ya no sería razonable que se mantuvieran las exenciones de ciertos requisitos bancarios prudenciales de las que disfrutaban actualmente por el motivo de que las ECC no realizan actividades bancarias típicas y tienen un modelo de negocio diferente. Por lo tanto, sería necesario un análisis más profundo para determinar la naturaleza jurídica, el impacto en la gestión de riesgos de las ECC y el cumplimiento normativo de este tipo de instrumentos. Las primeras reacciones por parte de algunas ECC también han sido de cierto escepticismo.

En lo que respecta a la necesidad de un posible mecanismo de protección de los bancos centrales «específico» para los SPP (en el que los SPP se convierten en entidades de contrapartida de los bancos centrales y obtienen liquidez de ellos directamente), el BCE contribuyó al debate del grupo de partes interesadas de la Comisión desde la perspectiva del Eurosistema, es decir, centrándose en las necesidades de fondos denominados en euros de las entidades domiciliadas en la zona del euro. El Eurosistema realizó una evaluación cuantitativa de la estimación de la necesidad de liquidez de los SPP de la zona del euro para satisfacer el margen de variación en un escenario tensionado basada en una fluctuación del 1 % en los tipos (véase también lo explicado anteriormente). En la zona del euro, de acuerdo con los datos de que dispone el Eurosistema, los SPP neerlandeses son los que más derivados manejan, siendo los que han formalizado el 89 % de las permutas de tipos de interés de todos los fondos de pensiones. El análisis del Eurosistema constató que las necesidades reales de liquidez de los SPP de la zona del euro en dichas circunstancias serían manejables (es decir, por debajo del 2 %) en comparación con la magnitud total del mercado de repos europeo (representada por la cantidad pendiente de repos inversos), lo que indica que el mercado de repos *per se* podría ofrecer soluciones a las necesidades de los SPP de la zona del euro. De acuerdo con las conclusiones alcanzadas, se deduce que el marco de la política monetaria del Eurosistema —incluido el marco de sus entidades de contrapartida— es adecuado para los fines de la aplicación de la política monetaria y no justifica que se realicen cambios para establecer una función de protección de la liquidez en el Eurosistema específica para los SPP²².

4. CONCLUSIÓN

La cuestión de la compensación centralizada de los SPP viene de larga data, y durante las últimas negociaciones del EMIR se hizo evidente que los legisladores querían fomentar en la medida de lo posible una solución que permitiese a estas entidades

²² Un mecanismo de protección de la liquidez de este tipo en el Eurosistema sería distinto de la provisión urgente de liquidez que compete a los bancos centrales nacionales.

acceder al sistema de compensación centralizada diseñado por las reformas del G-20 en 2009, teniendo en cuenta la necesidad de disponer de soluciones adecuadas para atender a los problemas de un mercado tensionado.

Se han mantenido debates prolongados en el grupo de partes interesadas de la Comisión, donde se puso de manifiesto que los SPP ya han comenzado a compensar algunos derivados de forma voluntaria, y cabe concluir que el principal problema que queda por resolver es el del margen de variación en efectivo en las condiciones de un mercado en tensión.

La Comisión ha realizado un seguimiento permanente de la evolución del mercado y ha facilitado los intercambios y los debates entre las partes interesadas pertinentes a fin de encontrar posibles caminos a seguir. Las partes interesadas del sector llevan años trabajando en ello. En particular, una vez que se desestimó la opción de aportar el margen de variación en bonos directamente a las ECC debido a problemas de compatibilidad con la naturaleza y el modelo de negocio de las ECC, se han explorado otras vías a fin de facilitar que los SPP transformen garantías reales.

Como se describe en el presente informe, en los últimos años se han desarrollado modelos de acceso facilitado a fin de explorar un camino que pueda ser viable para la compensación centralizada de los SPP. Hasta donde conoce la Comisión, ya hay algunos SPP que utilizan una opción de este tipo. La Comisión pretende seguir explorando esta opción con las partes interesadas pertinentes, incluido su coste para los SPP. El hecho de que más de una ECC esté adoptando un modelo de este tipo parece ser positivo, también en lo que respecta a una mayor oferta.

Lo más probable es que sea necesario actuar desde distintos frentes para encontrar una solución adecuada. Por una parte, habrá que seguir evaluando algunos aspectos de la normativa bancaria, por ejemplo, si los últimos cambios en los cálculos del coeficiente de apalancamiento han sido útiles. Por otra parte, habría que considerar qué vías se pueden explorar para garantizar la liquidez de los SPP en épocas de tensión.

Los resultados de la consulta pública realizada por la AEVM deben ofrecer información adicional sobre la evolución reciente del mercado y posiblemente datos cuantitativos adicionales que serán objeto de un atento examen. La Comisión también se compromete a explorar cualquier iniciativa adecuada y factible a fin de avanzar hacia una solución de compensación centralizada viable y sólida.

Durante los próximos meses, estos análisis servirán de base a la Comisión para adoptar una decisión en relación con la exención de la obligación de compensación centralizada.