COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 6.5.2021
COM(2021) 224 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 (UE) n.º 648/2012 (el Reglamento sobre la infraestructura del mercado europeo, EMIR) prevé una exención temporal de la obligación de compensación centralizada a las entidades responsables de la gestión de sistemas de planes de pensiones (SPP) en relación con determinados tipos de derivados extrabursátiles[1]. La exención temporal tiene el objetivo 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: 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. Por tanto, existe el riesgo de que obligar a los SPP a compensar contratos de derivados extrabursátiles de forma centralizada los lleve a convertir en efectivo una proporción significativa de sus activos al objeto de satisfacer los requisitos de margen de las entidades de contrapartida central (ECC), con las consiguientes repercusiones negativas en la renta de jubilación de los pensionistas. La exención temporal tenía por objeto proporcionar el tiempo necesario para que los SPP, las ECC y los miembros compensadores encontrasen una solución técnica viable, lo que permitiría a los SPP compensar de forma centralizada en las ECC sin perjudicar significativamente la renta de los pensionistas.

El Reglamento EMIR REFIT, que entró en vigor en junio de 2019, prorrogó 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 del Reglamento sigue siendo que los SPP se compensen de forma centralizada lo antes posible. Las ECC, los miembros compensadores y los SPP deben esforzarse al máximo para contribuir al desarrollo de soluciones viables.

[1] En virtud del EMIR, 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 (en determinadas circunstancias), así como otras entidades autorizadas y supervisadas, u otros sistemas, que funcionen a escala nacional cuyo objetivo primario sea proporcionar prestaciones de jubilación. La 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 SPP. También se aplica 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).

En virtud del EMIR REFIT, la Comisión Europea creó un grupo de expertos integrado por representantes de las ECC, los miembros compensadores, los SPP y otras partes pertinentes para supervisar los esfuerzos realizados y evaluar los avances logrados en la búsqueda de soluciones técnicas viables. El grupo de expertos, que también incluye representantes de los bancos centrales, de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) y de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ), se reunió en octubre de 2019 y en abril y noviembre de 2020.

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 SPP, 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 Autoridad Bancaria Europea (ABE), la AESPJ y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), debe presentar un informe anual a la Comisión en el que se evalúe esta cuestión.

La AEVM presentó su primer informe a la Comisión en abril de 2020. El primer informe de la Comisión[2], publicado en septiembre de 2020, incluía un análisis global de las cuestiones relativas a la compensación centralizada por parte de los SPP.

A fin de recabar una amplia gama de opiniones y datos sobre el tema, la AEVM celebró una consulta pública entre abril y junio de 2020. Los resultados de dicha consulta se incluyeron en el segundo informe de la AEVM a la Comisión, de diciembre de 2020, elaborado en cooperación con la ABE, la AESPJ y la JERS.

El presente es del segundo informe realizado por la Comisión en virtud del artículo 85 del EMIR REFIT. Presenta los avances realizados, con base en los debates del grupo de expertos de la Comisión y de las aportaciones realizadas por las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) y la JERS en sus informes a la Comisión Europea.

2. CONTEXTO

El panorama de los SPP en la Unión está diversificado. 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[3]. Irlanda también cuenta con sistemas parecidos. De acuerdo con los datos facilitados por la AEVM[4], a finales de marzo de 2020 los SPP

2 «Informe de la Comisión 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», COM (2020) 574 final.

3 AEVM, «First Report for consultation – Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements» (Primer informe para consulta: soluciones de compensación centralizada para sistemas de planes de pensiones), abril de 2020.

4 AEVM, «Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)» [Informe a la Comisión Europea: informe sobre las soluciones de compensación centralizada para los sistemas de planes de pensiones (n.º 2)], diciembre de 2020.

neerlandeses representaban el 70-80 % del importe nocional de los derivados de todos los fondos de pensiones de la UE. Los SPP utilizan estos derivados en gran medida para cubrir los pasivos generados por una serie de riesgos.

El primer informe de la Comisión examinaba la situación de la compensación centralizada de los SPP. Constataba que, según se desprendía de los debates internos del grupo de expertos de la Comisión, la obligación de aportar los márgenes de variación en efectivo puede ser problemática para los SPP, especialmente en mercados tensionados, cuando las peticiones de márgenes de variación por parte de las ECC pueden ser significativas. Recientemente, algunos fondos de pensiones han empezado voluntariamente a compensar de forma centralizada una parte de sus carteras de derivados, normalmente como clientes de miembros compensadores. Algunos también han empezado a usar soluciones diseñadas por algunas ECC [5] para facilitar la compensación centralizada por parte de los SPP, concretamente los denominados modelos de «acceso facilitado» a sus plataformas de repos compensados. Dichos modelos deben mejorar la capacidad de los SPP de recurrir al mercado de repos para satisfacer sus necesidades de liquidez[6]. La transición hacia la compensación central también ha ido aumentando a lo largo del tiempo debido a los requisitos aplicables a las operaciones bilaterales; cabe esperar que dichos requisitos aumenten la liquidez disponible en el ámbito de la compensación centralizada en comparación con la bilateral[7].

El informe también hacía hincapié en las dificultades a las que se pueden enfrentar los SPP al acceder al mercado de repos para obtener liquidez en circunstancias tensionadas, lo cual también puede estar relacionado con el hecho de que los miembros compensadores no siempre están dispuestos a aportar servicios de transformación de garantías reales a los SPP en mercados tensionados, o no son capaces de hacerlo.

3. RESULTADOS PRINCIPALES DE LA CONSULTA PÚBLICA DE LA AEVM Y OTROS DEBATES CON PARTES INTERESADAS

3.1 Resultados de la consulta pública de la AEVM

Los resultados de la consulta pública celebrada por la AEVM confirmaron a grandes rasgos el análisis general realizado en el primer informe de la Comisión, y ofrecieron una oportunidad adicional para complementar las constataciones con datos cuantitativos

5 En el ámbito de la Unión, Eurex Clearing ha establecido un modelo de este tipo, que posiblemente se combinaría con el «acceso facilitado» al mercado extrabursátil compensado. Hasta donde tiene conocimiento la Comisión, LCH SA también está en proceso de desarrollar una solución de acceso facilitado. Véase COM(2020) 574 final.

6 Un pacto de recompra («repo») es un acuerdo para la venta de valores a un precio determinado combinado con un acuerdo para la recompra de esos valores a un precio acordado en una fecha posterior. El mercado de repos reúne empresas que aportan garantías reales a cambio de efectivo y empresas que aportan efectivo a cambio de garantías reales.

7 AEVM, «Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)» [Informe a la Comisión Europea: informe sobre las soluciones de compensación centralizada para los sistemas de planes de pensiones (n.º 2)], diciembre de 2020.

adicionales. La AEVM recibió respuestas[8] de un amplio rango de partes interesadas, incluidos, entre otros, gestores de activos (que cuentan con SPP entre sus clientes), asociaciones comerciales y contrapartes centrales. El abanico de partes interesadas fue diverso, permitiendo la recogida de una amplia gama de opiniones sobre distintos aspectos de las posibles soluciones. De acuerdo con el análisis de la AEVM, las respuestas a la consulta confirman que una gran mayoría de las partes interesadas están deseosas de que llegue el momento en que los SPP sean capaces de compensar de forma centralizada, y que la mayoría de los SPP sí quiere compensar.

La consulta confirmó que algunos SPP ya están compensando voluntariamente una parte de sus carteras, particularmente para evitar verse afectados por las normas sobre márgenes iniciales para operaciones bilaterales. Lo hacen como clientes de miembros compensadores. En ciertos casos, los SPP también se valen del acceso facilitado a los mercados de repos compensados que ofrecen algunas ECC. Según los datos comunicados a la AEVM por el Banco Central de los Países Bajos[9], las tasas de compensación para las permutas de tipos de interés del Euribor y del Libor de los fondos de pensiones neerlandeses en el tercer trimestre de 2020 ascendieron al 22 % de media para los grandes fondos de pensiones (con una variación del 3 al 26 %), al 25 % de media para los fondos de pensiones de mediano y gran tamaño (con una variación del 0 al 46 %) y al 37 % de media para los pequeños fondos de pensiones (con una variación del 0 al 100 %). Los datos muestras una amplia variabilidad de una empresa a otra. En Dinamarca, según el análisis del Danmarks Nationalbank, los SPP daneses compensan en ECC aproximadamente el 42 % de sus derivados de tipos de interés, también con una variabilidad considerable entre empresas.

Los SPP hallan beneficios en la compensación centralizada con independencia de la próxima obligación al respecto. Según la AEVM, la principal ventaja que citan es la liquidez por la que se caracterizan los productos compensados, la eficiencia de la ejecución y otras consideraciones relativas a los costes. Algunos de los encuestados de la consulta pública indicaron que en la actualidad los SPP ya experimentan una diferencia de costes entre los contratos bilaterales y los compensados de forma centralizada. Según sus respuestas, ejecutar una permuta de tipos de interés bilateral a treinta años con un importe nominal de 50 millones puede tener un coste ligeramente superior a ejecutar una con compensación centralizada, y resolver la primera puede resultar más costoso.

La consulta también confirmó que el principal desafío respecto a la compensación centralizada para los SPP es la cuestión del margen de variación en efectivo. Otros desafíos mencionados son el coste de la compensación, que estaría vinculado a la cantidad de capital que los bancos deben mantener respecto a las posiciones de clientes de conformidad con las normas relativas al capital de los bancos; la posibilidad de que

8 La AEVM recibió diecinueve respuestas individuales o de asociaciones comerciales, incluidas dos respuestas confidenciales y una respuesta conjunta de diez partes interesadas del sector de los fondos de pensiones.

9 Según datos comunicados en virtud del EMIR.

los miembros compensadores resuelvan los contratos con sus clientes con poca antelación[10] y los problemas que los SPP se pueden encontrar si sus grandes posiciones deben ser traspasadas a otro miembro compensador. No obstante, cabe señalar que, en el ámbito de la compensación bilateral, los SPP también pueden estar expuestos al impago de la contraparte en la negociación.

Por lo general, los participantes de la consulta están de acuerdo en que la solución al problema de la compensación centralizada de los SPP debe dar con un equilibrio adecuado entre los objetivos de resiliencia del sistema financiero y la no imposición de costes desproporcionados a los pensionistas, y debe poder funcionar tanto en condiciones normales como en mercados tensionados.

3.2 Impactos potenciales de la migración a la compensación centralizada obligatoria

La información cuantitativa recogida por la AEVM a través de la consulta pública ofrece una visión general del impacto potencial de la compensación centralizada para los SPP en lo que se refiere a: i) margen inicial, ii) asignación de efectivo, iii) disminución del rendimiento, y iv) impacto en la liquidez en momentos de tensión.

i) Impacto en el margen inicial

Según un estudio de 2018 de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) y PensionsEurope, una obligación de compensación para los fondos de pensiones neerlandeses y daneses aumentaría el margen inicial compensado en aproximadamente 7 400 millones EUR si solo se aplicase a las nuevas operaciones, en 26 000 millones EUR si se aplicase al 50 % de la cartera antigua, y en 44 000 millones EUR si se aplicase a la totalidad de la cartera antigua[11].

Además, las ECC podrían determinar que los grandes SPP contribuyen en gran medida al riesgo, ya que con frecuencia mantienen posiciones de permuta unidireccionales. Una ECC comunicó a la AEVM que sus complementos adicionales de liquidez para el margen inicial podrían ser tan significativos que podría valorar el establecimiento de un límite máximo al número de permutas que sería capaz de compensar[12].

ii) Impacto en las asignaciones de capital

El vencimiento de la exención a la compensación centralizada podría obligar a los SPP a reservar efectivo con el que poder gestionar potenciales peticiones de margen. En el caso de las exposiciones a derivados, estas reducen el riesgo de crédito de contraparte, pero al mismo tiempo aumentan el riesgo de liquidez. En el entorno de bajo rendimiento predominante, el mantenimiento de efectivo y otros activos líquidos se ha

10 Los contratos de compensación de los clientes suelen contener una cláusula de noventa días de preaviso en caso de resolución.

11 Documento conjunto de la ISDA y Pensions Europe: «Potential demand for clearing by EU Pension Funds» (Demanda potencial de compensación por parte de los fondos de pensiones de la UE), 2018.

12 AEVM, «Report to the European Commission – Report on the Central Clearing Solutions for Pension Scheme Arrangements (No. 2)» [Informe a la Comisión Europea: informe sobre las soluciones de compensación centralizada para los sistemas de planes de pensiones (n.º 2)], diciembre de 2020.

vuelto cada vez más costoso. En el caso de los fondos de inversión, esto los ha incentivado para reducir este tipo de participaciones[13]. La consulta pública indicó que, aunque algunos fondos de pensiones tienen aproximadamente un 2 % de sus activos en efectivo, otros tienen una asignación estratégica en efectivo igual a cero. El informe de la AEVM, basado en las respuestas a la consulta pública, muestra que, si un SPP quisiera ser capaz de cumplir el 99,8 % de las peticiones de margen de variación, asumiendo que el 30 % de su asignación en efectivo esté disponible en el plazo de un día, tendría que asignar el 7,8 % de sus activos a una cartera de efectivo. Este porcentaje aumentaría al 10,9 % si el SPP quisiera ser capaz de cumplir el 99,95 % de las peticiones de margen de variación, y se reduciría al 5,3 % si quisiera cumplir el 99 %.

iii) Reducción potencial del rendimiento

Una asignación adicional de efectivo por parte de los SPP para cumplir posibles peticiones de margen implicará una disminución de los rendimientos anuales. El informe de la AEVM sugiere que, si un SPP tuviese que asignar entre el 5 % y el 10 % de sus carteras de inversión a efectivo, la consiguiente reducción de sus rendimientos anuales sería de aproximadamente entre el 0,17 % y el 0,33 % anual en el actual entorno de tipos de interés bajos (con un rendimiento de alrededor del 3,17 %)[14]. Si, por el contrario, se tienen en cuenta los rendimientos históricos, (de en torno al 6 % para el sector de las pensiones neerlandés durante los últimos quince años, según datos de la OCDE), la reducción estaría en el rango del 0,3-0,6 %.

Otros gestores de activos que respondieron a la consulta comunicaron que sus clientes SPP ya mantienen un colchón de efectivo notable, y que, por lo tanto, para ellos los costes de financiar temporalmente exigencias elevadas de liquidez serían muy bajos.

En este sentido, cabe recordar que es probable que los fondos de pensiones se enfrenten a un período prolongado de bajos rendimientos, y que pueden tener dificultades para alcanzar su rendimiento histórico. Incluso si las acciones de política monetaria acometidas recientemente por los bancos centrales han revertido las significativas caídas del precio de los activos, es probable que los fondos de pensiones se enfrenten a tipos de interés bajos en el medio y largo plazo. El desafío residirá en volver a alcanzar los rendimientos históricos en un entorno potencialmente volátil con tipos de interés bajos. En esta situación, incluso una reducción moderada del rendimiento puede ser perjudicial para los rendimientos de los pensionistas. Por ejemplo, el análisis del Banco Central Europeo (BCE)[15] muestra que, en el caso de las empresas de seguros, si se mantiene el actual panorama de tipos de interés, según las proyecciones el cupón corrido medio se reducirá del 2,8 % en 2019 al 1,7 % en 2030, a medida que vencen los valores con un mayor rendimiento. Se espera que también se reduzcan los tipos garantizados.

13 BCE, «Financial Stability Review» (Informe sobre la estabilidad financiera), mayo de 2020.
14 De las respuestas a la consulta de la AEVM.
15 BCE, «Financial Stability Review» (Informe sobre la estabilidad financiera), mayo de 2020.

iv) Impacto en la liquidez en momentos de tensión

La necesidad de liquidez de los SPP para satisfacer el margen de variación en un escenario tensionado basada en una fluctuación del 1 % en los tipos se abordó en el primer informe de la Comisión[16], que reflejaba datos de un estudio realizado por Economic and Bourse Consult en 2014 y análisis recientes de Eurosistema sobre la cuestión[17]. Un aumento de los tipos de interés desencadenaría peticiones de márgenes de variación por parte de las ECC para las carteras de permutas de tipos de interés de los fondos de pensiones. Usando los fondos de pensiones neerlandeses como ejemplo (titulares de aproximadamente el 89 % de las permutas de tipos de interés de los fondos de pensiones de la zona del euro, según datos disponibles para el Eurosistema), el Eurosistema simuló el impacto de un desplazamiento paralelo de más de 100 puntos básicos en la curva de rendimientos en un día. En este escenario de tensión simulado, las peticiones de márgenes de variación relativos a las permutas de tipos de interés mantenidas por los fondos de pensiones neerlandeses podrían situarse entre los 36 000 millones EUR y los 47 000 millones EUR, lo cual ocasionaría un déficit de caja total de entre 6 000 millones EUR y 15 000 millones EUR (para el conjunto de los fondos de pensiones de la zona del euro, podría ascender a 17 000 millones EUR). Según la estimación máxima, el 55 % de los fondos de pensiones neerlandeses no tendrían suficiente efectivo para cubrir sus peticiones de márgenes de variación. El déficit se concentraría en un número reducido de fondos con pagos de márgenes de variación relativamente bajos.

Las respuestas a la consulta pública de la AEVM en este sentido demuestran que, ante una fluctuación de 100 puntos básicos en los tipos, las peticiones de margen de variación en efectivo ascenderían a unos 95 000 millones EUR para todos los SPP neerlandeses, daneses e irlandeses que utilizan permutas.

Durante las recientes perturbaciones de los mercados a causa de la COVID-19, las exigencias de márgenes de variación diarias por las exposiciones a derivados de los fondos se quintuplicaron[18]. Usando los fondos de inversión a modo de ejemplo y con base en la comunicación parcial de los márgenes de variación en los datos EMIR, las peticiones de márgenes de variación diarias para los fondos de la zona del euro aumentó de 2 000 millones EUR en la primera mitad de febrero de 2020 a más de 10 000 millones EUR en la semana que empezó el 16 de marzo de 2020. El mayor incremento fue el comunicado para las carteras compuestas por derivados de valores de renta variable, que se multiplicaron por 6,5, seguidas por los derivados de tipos de interés, que son los que suelen tener los SPP y que se quintuplicaron, y las carteras de divisas, que se cuadruplicaron. Existen pruebas de que, para satisfacer las peticiones de margen, algunas aseguradoras y fondos de pensiones de la zona del euro liquidaron las acciones que tenían en fondos del mercado monetario.

16 COM(2020) 574 final, de 23 de septiembre de 2020.
17 BCE, «Financial Stability Review» (Informe sobre la estabilidad financiera), mayo de 2020.
18 BCE, «Financial Stability Review» (Informe sobre la estabilidad financiera), mayo de 2020.

Parece que un número sustancial de fondos de inversión de la zona del euro se enfrentaron a dificultades de liquidez debido a las elevadas peticiones de márgenes, pero por lo general fueron capaces de cumplirlas[19]. Las rebajas de los tipos de interés y los programas de compra de bonos de los bancos centrales ayudaron a aislar a los participantes en el mercado, incluidos los fondos de pensiones, de algunos de los peores impactos potenciales de la crisis. Además, parece que los fondos fueron capaces de obtener efectivo durante las perturbaciones a través de repos, venta de activos (p. ej., participaciones en fondos del mercado monetario) o recurriendo a líneas de crédito. Sin embargo, como se explica en el primer informe de la Comisión, los fondos de pensiones comunicaron dificultades para acceder a liquidez.

En el anterior análisis, asumiendo que los SPP puedan satisfacer sus necesidades de efectivo adicional en el escenario tensionado diseñado a través del mercado de repos, las necesidades de liquidez de los SPP de la zona del euro se mantendrían bajas en comparación con la cantidad pendiente de repos inversos (que representa el volumen del mercado europeo de repos). En diciembre de 2019, las operaciones de repos inversos pendientes ascendían a 1,9 billones EUR. Asumiendo que las necesidades de endeudamiento de otros SPP de la zona del euro sean similares a las de los SPP neerlandeses, es probable que las necesidades de préstamos de efectivo de todos los SPP de la zona del euro no alcanzasen el 2 % del total de operaciones de repos inversos pendientes[20].

Según la AEVM, y de acuerdo con la información de la ICMA[21], el mercado de repos de la Unión se mantuvo en buena forma, en términos generales, durante las perturbaciones del mercado a causa de la COVID-19. Sin embargo, los mercados de repos se enfrentaron a algunas condiciones adversas en el apogeo de la crisis en febrero/marzo, cuando la demanda de repos aumentó y la capacidad de los intermediarios de mediar esa demanda se vio relativamente limitada[22]. Esto puede haber limitado la capacidad de muchas empresas de acceder al mercado de repos, lo cual era necesario para gestionar la liquidez y las garantías reales intradiarias. Según algunas fuentes, la falta de liquidez en el mercado monetario dificultó la mediación de la liquidez de los bancos a las instituciones no bancarias[23]. En general, de acuerdo con el informe de la AEVM, los mercados de repos compensados funcionaron de forma eficiente y eficaz a lo largo de la crisis, proporcionando acceso continuado a productos derivados, aun con algunos picos en las peticiones de margen.

19 BCE, «Financial Stability Review» (Informe sobre la estabilidad financiera), mayo de 2020.
20 COM(2020) 574 final, de 23 de septiembre de 2020.
21 International Capital Market Association, «The European repo market and the Covid-19 crisis» (El mercado de repos europeo y la crisis de la COVID-19), abril de 2020.
22 International Capital Market Association, «The European repo market and the Covid-19 crisis» (El mercado de repos europeo y la crisis de la COVID-19), abril de 2020.
23 D'Avernas, A., Vandeweyer, Q. y Darracq Pariès, M. (2020), «Unconventional monetary policy and funding liquidity risk» (Política monetaria no convencional y financiación del riesgo de liquidez), Working Paper Series, n.º 2350.

De cara al futuro, es probable que los mercados de repos sigan desempeñando un papel destacado en el cumplimiento de la obligación de compensación centralizada. Sin embargo, la participación de los fondos de pensiones en estos mercados sigue siendo moderada, especialmente en comparación con los Estados Unidos[24].

3.3 Iniciativas propuestas en la consulta pública

A fin de promover el progreso hacia la compensación centralizada para los SPP, los encuestados en la consulta pública propusieron algunas iniciativas, tal como explica el informe de la AEVM. El principal objetivo de estas iniciativas es mejorar las soluciones empleadas actualmente por los SPP para la compensación centralizada, es decir, la compensación de clientes y los modelos de acceso facilitado de las ECC. Estos están emergiendo como los dos ejes en torno a los cuales se deben articular las próximas etapas de esta labor.

En lo que respecta a la compensación de clientes, las aportaciones incluidas en el informe de la AEVM y los debates en el seno del grupo de expertos de la Comisión muestran que mejorar la capacidad de los miembros compensadores de prestar servicios de transformación de garantías reales a sus clientes directos sería beneficioso para mejorar el acceso de los SPP a la liquidez cuando sea necesario. Los bancos están bien situados para facilitar la transformación de las garantías reales, un servicio que llevan prestando desde hace tiempo.

Como se señala en el informe de la AEVM, los bancos señalaron algunas limitaciones que les dificultan, y dificultan a los SPP, apoyar la obligación de compensación de estos últimos: concretamente, estas limitaciones tienen que ver con la ratio de apalancamiento, los activos ponderados por riesgo y la financiación. En particular, tal como explicaba el informe de la AEVM a partir de la consulta pública, un tratamiento más favorable del capital para repos o repos inversos ayudaría a estimular la actividad con este tipo de instrumentos.

En cuanto a los modelos de acceso facilitado que ofrecen las ECC, algunos grandes SPP ya los están usando para acceder al mercado de repos compensados. Según las ECC que participaron en la consulta pública, para que una solución de este tipo se adopte de forma más generalizada haría falta una indicación clara por parte de los reguladores, a través de modificaciones regulatorias y de una fecha definitiva para el final de la exención de compensación de los SPP. Algunos gestores de activos que cuentan con grandes SPP entre sus clientes comunicaron que este tipo de modelos son una vía prometedora, y algunos encuestados señalaron la fiabilidad de los mercados de repos compensados de la Unión a lo largo de los años en cuanto a liquidez disponible, incluso en situaciones de tensión. Para que estas soluciones de las ECC se ajusten mejor a las necesidades de los SPP, podrían someterse a algunas mejoras operativas: desde el

24 Eurex, «Derivatives markets after the Covid-19 crisis - A review of the Digital Derivatives Forum» (Los mercados de derivados tras la crisis de la COVID-19: revisión para el Foro Digital sobre Derivados), 2020.

punto de vista de las ECC, se desprendió de la consulta que se podrían concebir mejoras adicionales.

Los participantes en la consulta propusieron una serie de medidas regulatorias. En particular, en el informe de la AEVM se mencionan las siguientes propuestas de las partes interesadas:

- un tratamiento más favorable de los repos o repos inversos en el contexto de la ratio de apalancamiento;
- una metodología recalibrada para el cálculo de la ratio de apalancamiento, a fin de evitar medidas cosméticas por parte de los bancos en las fechas señaladas para la comunicación de información a lo largo del año[25];
- valorar la posibilidad de establecer una categoría específica de exposiciones a fondos de pensiones con una ponderación de riesgo reducida (que refleje mejor su solvencia);
- abordar específicamente el papel de los agentes de compensación (los bancos que permiten a los SPP acceder a las ECC en el contexto de los modelos de acceso facilitado) en la normativa bancaria;
- con arreglo a Solvencia II, valorar la opción de conceder a los SPP y a las empresas de seguros que sean miembros directos de una ECC en el contexto de los modelos de acceso facilitado el mismo tratamiento preferente que está disponible para los miembros compensadores en virtud del Reglamento sobre requisitos de capital (RRC);
- otros cambios regulatorios relativos a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y a los fondos de inversión alternativos (FIA), a fin de fomentar la compensación centralizada desde el lado del comprador.

Además, la JERS hizo propuestas para mejorar el marco aplicable al riesgo de liquidez, particularmente para los SPP, que incluyen el establecimiento de un colchón de liquidez específico en casos determinados.

4. CONCLUSIÓN

Con arreglo al EMIR REFIT, la exención a la compensación centralizada vence en junio de 2021 y puede ser ampliada en dos ocasiones por la Comisión Europea, cada vez por un año, mediante actos delegados.

Los resultados de la consulta pública de la AEVM confirman en términos generales el análisis global de la Comisión Europea sobre las principales cuestiones relativas a la compensación centralizada de los SPP según se describen en el primer informe, publicado en septiembre de 2020. La consulta también proporcionó algunas aportaciones cuantitativas adicionales.

25 A este respecto, cabe mencionar que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y las autoridades de la UE recientemente tomaron medidas para abordar esta cuestión, aumentando los requisitos de comunicación de información relativa a la ratio de apalancamiento. Los bancos de la Unión aplicarán estas disposiciones a partir de junio de 2021.

En los últimos años se han realizado algunos avances hacia la compensación centralizada para los SPP y, de hecho, como se describe, una parte de ellos está progresando voluntariamente hacia la compensación centralizada. Este también es el resultado de diversas fuerzas reguladoras y de mercado.

Sin embargo, la Comisión considera que, para seguir avanzando hacia un panorama de compensación centralizada sostenible para los SPP, sería necesario, por varios motivos, prorrogar la exención que se les aplica. En primer lugar, ofrecería la posibilidad de seguir refinando los modelos de acceso facilitado de las ECC. En segundo lugar, permitiría una evaluación más profunda de la conveniencia y viabilidad de introducir cualquier cambio normativo potencial que pudiese contribuir a una solución de compensación centralizada obligatoria. En tercer lugar, permitiría que las soluciones alternativas maduren, dado que los mercados monetarios podrían seguir siendo volátiles mientras duren las repercusiones económicas de la pandemia de COVID-19. Permitir que la exención a la obligación de compensación para los SPP venza en junio de 2021 parece prematuro, especialmente dado que todavía pueden surgir preocupaciones respecto a la disponibilidad de liquidez en el sistema para satisfacer la demanda de márgenes de variación. Por último, una ampliación es acorde con las recomendaciones de la AEVM, en cooperación con la ABE, la AESPJ y la JERS.

Por tanto, la Comisión propone adoptar un acto delegado que ampliaría la exención a la compensación centralizada hasta junio de 2022.

En los próximos meses, la DG FISMA seguirá estudiando y evaluando en mayor profundidad las distintas soluciones y propuestas planteadas por las partes interesadas del sector, en cooperación con el grupo de expertos específico y los servicios pertinentes de la Comisión.