COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 3.2.2015
COM(2015) 39 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

en virtud del artículo 85, apartado 2, del Reglamento (UE) nº 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 el que se evalúan los avances y esfuerzos realizados por las ECC en el desarrollo de soluciones técnicas para la transferencia, por los sistemas de planes de pensiones, de garantías reales distintas al efectivo como márgenes de variación, así como la necesidad de cualesquiera medidas que puedan facilitar tal solución

1. INTRODUCCIÓN

El Reglamento (UE) nº 648/2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR) se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea* (UE) el 27 de julio de 2012 y entró en vigor el 16 de agosto de ese mismo año.

En virtud de dicho Reglamento, los derivados extrabursátiles normalizados (es decir, que cumplen unos criterios de admisibilidad predefinidos), con un elevado nivel de liquidez, están sometidos a una obligación de compensación central y deben ser compensados a través de entidades de contrapartida central (ECC).

Las ECC son entidades que intermedian entre las dos contrapartes de una operación, actuando como «comprador frente a todo vendedor» y como «vendedor frente a todo comprador». En su calidad de contraparte de cada posición, la ECC soporta un riesgo de crédito de contraparte en caso de que alguna de sus contrapartes incumpla.

La configuración de las ECC les permite soportar el incumplimiento de algún cliente o miembro compensador, principalmente recurriendo a requisitos de garantías reales o «márgenes» frecuentes y conservadores, calculados para cubrir las pérdidas que puedan ocasionarse en caso de incumplimiento. Las ECC aceptan únicamente activos muy líquidos, por lo general efectivo, como garantía real para satisfacer las peticiones de márgenes de variación y permitir así una liquidación rápida en caso de incumplimiento.

En muchos Estados miembros, los sistemas de planes de pensiones (SPP)[i] participan activamente en el mercado de derivados extrabursátiles. Sin embargo, tales sistemas suelen minimizar sus posiciones de efectivo, manteniendo en su lugar inversiones más rentables, en valores, por ejemplo, con el fin de garantizar rendimientos elevados a sus beneficiarios (pensionistas). Como las ECC no pueden aceptar activos distintos al efectivo como garantía real para satisfacer las peticiones de márgenes de variación, los sistemas de planes de pensiones necesitarían generar efectivo a corto plazo, bien tomándolo en préstamo o bien vendiendo otros activos a fin de satisfacer los márgenes que exijan aquellas. No sucede así actualmente en el marco de las relaciones bilaterales, en las que los sistemas de planes de pensiones pueden aportar activos distintos al efectivo a sus contrapartes bilaterales, en la medida en que se requiera un margen. El mantenimiento de tales reservas de efectivo se traduce en costes de oportunidad elevados para los sistemas de planes de pensiones, debido al reducido interés que rinden las garantías reales en efectivo. Por lo tanto, los costes de la compensación central acabarían reduciendo los ingresos de jubilación de los pertinentes pensionistas si los sistemas de planes de pensiones tuvieran que aportar efectivo para satisfacer las peticiones de márgenes de variación.

La Comisión, el Consejo y el Parlamento acordaron, por consiguiente, una exención temporal de tres años de la obligación de compensación para los sistemas de planes de

pensiones que cumplan determinados criterios[ii], de conformidad con el artículo 89, apartado 1, del EMIR. La exención puede ampliarse hasta un nuevo período de tres años en total. Ese período transitorio fue previsto explícitamente en el EMIR para que las ECC dispusieran de más tiempo a fin de desarrollar soluciones técnicas que posibilitaran la transferencia de garantías reales distintas al efectivo para satisfacer las peticiones de márgenes de variación.

2. OBJETIVO DEL INFORME

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 85, apartado 2, del EMIR, el objetivo del presente informe es evaluar los avances y esfuerzos realizados por las ECC en el desarrollo de soluciones técnicas para la transferencia, por los sistemas de planes de pensiones, de garantías reales distintas al efectivo para los márgenes de variación, así como la necesidad de medidas que puedan facilitar tales soluciones.

El artículo 85, apartado 2, del EMIR dispone también que, si la Comisión considera que las ECC no han realizado los esfuerzos necesarios para desarrollar soluciones técnicas adecuadas y que se mantienen los efectos negativos de la compensación centralizada de los contratos de derivados sobre las prestaciones de jubilación de los futuros pensionistas, dispondrá de poderes para adoptar actos delegados con arreglo al artículo 82, con el fin de ampliar el plazo de tres años mencionado en el artículo 89, apartado 1, por un período de dos años en una ocasión y por un período de un año en otra ocasión.

Con el fin de evaluar exhaustivamente la situación actual, la Comisión encargó un estudio de referencia sobre la realización, por las ECC, de los esfuerzos necesarios para desarrollar soluciones técnicas adecuadas a efectos de la transferencia, por los sistemas de planes de pensiones, de garantías reales distintas al efectivo para satisfacer los márgenes de variación. En el estudio de referencia se analizaban también las posibles soluciones alternativas. Por último, se examinaba qué repercusión tendría la supresión de la citada exención en ausencia de una solución, calculando para ello la reducción de los ingresos de jubilación de los beneficiarios de una pensión de los sistemas de planes de pensiones afectados[iii].

De conformidad con el artículo 85, apartado 2, la Comisión Europea ha consultado a la Autoridad Europea de Valores y Mercados y a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación en el proceso de elaboración del presente informe.

3. ESFUERZOS REALIZADOS POR LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL (ECC)

3.1. SERVICIO DE «REPOS» PARA LOS SISTEMAS DE PLANES DE PENSIONES

Hasta ahora solo se tiene constancia de los notables esfuerzos realizados por una ECC para desarrollar una solución que permita aportar activos distintos al efectivo con el fin de satisfacer las peticiones de márgenes de variación.

Dicha entidad está trabajando activamente en el desarrollo de un servicio (en lo sucesivo, «el servicio de repos para los SPP»[iv]) que pueda atender la necesidad de los sistemas de planes de pensiones de utilizar activos distintos al efectivo con el fin de satisfacer las peticiones de márgenes de variación en efectivo.

El servicio propuesto permitiría a una pequeña gama de participantes en el mercado, no intermediarios (incluidos los sistemas de planes de pensiones) convertirse en miembros de su servicio de negociación y compensación de operaciones con pacto de recompra («repos»). En una operación con pacto de recompra, una de las partes vende un activo (normalmente, valores de renta fija) a otra parte y se compromete a recomprarlo a un precio acordado y en una fecha futura. El activo sirve como garantía real y atenúa el riesgo de crédito de contraparte que asume el comprador respecto al vendedor. Los repos son, por lo tanto, un medio que permite a los sistemas de planes de pensiones transformar los activos distintos al efectivo de que disponen en el efectivo que las ECC reclaman para satisfacer las peticiones de márgenes de variación, al mismo tiempo que mantienen la propiedad y, crucialmente, la rentabilidad de la inversión de los activos a largo plazo. En el marco del servicio de repos propuesto, los sistemas de planes de pensiones realizarían operaciones de repos con otros participantes en el mercado miembros del servicio de negociación utilizando los valores de que ya dispusieran en el curso normal de sus inversiones. Estas operaciones serían ejecutadas en la plataforma de negociación de repos de la ECC y serían compensadas automáticamente a través de su servicio de compensación. El efectivo obtenido mediante las operaciones de repo podría ser aportado posteriormente a la ECC para satisfacer las peticiones de márgenes de variación. Los propios repos serían compensados a través de la ECC y, por lo tanto, el riesgo de crédito de contraparte del sistema de planes de pensiones en relación con esta operación sería mitigado por la ECC.

Este servicio permitiría a los sistemas de planes de pensiones ejecutar repos, al tiempo que centralizaría la gestión de las posiciones en la ECC y mitigaría cualquier riesgo de crédito de contraparte bilateral residual en las operaciones de repo al tratar con la ECC en vez de con la contraparte que suscribe un pacto de recompra.

Como el servicio de repos descrito se encuentra aún en fase de desarrollo, se plantean todavía algunas cuestiones importantes sobre su viabilidad. Como se detalla más

adelante en la sección 4.3, se considera que quizá no haya capacidad suficiente en los mercados de repos bilaterales para que los sistemas de planes de pensiones puedan obtener el efectivo necesario para satisfacer las peticiones de márgenes de variación que formulen las ECC en los momentos de tensión en los mercados. Procede, por tanto, plantearse si van a desarrollarse mercados de repos compensadas que proporcionen la capacidad adicional que precisan los sistemas de planes de pensiones. La capacidad de las entidades bancarias que proporcionan liquidez mediante repos para eliminar los riesgos bilaterales de sus operaciones y, en su lugar, tratar con la ECC puede propiciar la reducción de las exigencias de capital, lo que podría incentivar un mayor número de operaciones de repo. Sin embargo, otros factores de índole reglamentaria pueden influir en el desarrollo de los mercados de repos a corto y medio plazo, en particular las iniciativas reglamentarias en el marco de Basilea III y el impuesto propuesto por la UE sobre las transacciones financieras, así como los posibles principios sobre la reducción obligatoria del valor de los activos de conformidad con la línea de acción del Consejo de Estabilidad Financiera sobre los préstamos de valores y las repos. Es posible que los mercados de repos pierdan atractivo para los proveedores de liquidez y, por lo tanto, se contraigan.

Además, cabe cuestionar que todos, ni aun la mayoría, de los sistemas de planes de pensiones con dificultades para satisfacer las peticiones de márgenes de variación con efectivo tengan capacidad para utilizar este servicio. En efecto, aquel sistema de planes de pensiones que participe en el servicio tendrá que acceder a la ECC en virtud de un acuerdo especial de adhesión que le obligará a contribuir a un fondo especial para impagos. El fondo para impagos no se utilizaría para cubrir las pérdidas de los demás miembros compensadores, como en los acuerdos convencionales de adhesión; se destinaría únicamente a cubrir las pérdidas directas que pudiera ocasionar el incumplimiento del propio sistema de planes de pensiones. Por lo tanto, no estaría expuesto a las pérdidas ocasionadas por otros participantes compensadores que incurrieran en incumplimiento. Sin embargo, conllevaría un compromiso de garantía adicional por adelantado que quizá no fuese asumible por todos los sistemas de planes de pensiones y sus gestores o administradores fiduciarios.

Por último, en esta fase de su desarrollo, se ignoran los costes que acarrearía la utilización del servicio potencial de repos a los sistemas de planes de pensiones. Es posible que los costes de realizar operaciones de repo compensadas sean mayores que los costes de realizar las operaciones de repo bilaterales. La razón es que el sistema de planes de pensiones tendría que mantener un fondo para impagos , tal como se ha descrito antes, además de satisfacer la comisión de compensación exigida por la operación. El establecimiento de conexiones operativas con el servicio y los acuerdos jurídicos necesarios también entrañarían costes para el sistema de planes de pensiones.

Este servicio potencial está aún en fase de desarrollo. Está previsto que se ponga en marcha en el primer semestre de 2015. La Comisión seguirá colaborando con la ECC

pertinente y los sistemas de planes de pensiones cuando el servicio llegue al mercado, a fin de evaluar su capacidad para satisfacer las necesidades de tales sistemas.

La Comisión también estudiará con interés la capacidad de otras ECC para desarrollar servicios similares.

Como el servicio propuesto todavía ha de ser puesto en marcha, la Comisión ha estudiado otras posibles soluciones técnicas para determinar si las ECC podrían adoptar otras medidas que permitieran a los sistemas de planes de pensiones aportar activos distintos al efectivo para satisfacer las peticiones de márgenes de variación. Esas posibles soluciones técnicas se describen a continuación. La viabilidad de cada opción se evalúa teniendo en cuenta los obstáculos prácticos y de índole comercial, estratégica y jurídica que conllevan, los riesgos asociados y todos los costes identificables que acarrearían para los sistemas de planes de pensiones.

El estudio de referencia analizó también si pueden existir soluciones alternativas fuera de la infraestructura de las ECC para que dichos sistemas puedan compensar de manera centralizada sin efectos negativos sobre los ingresos de jubilación que perciban sus beneficiarios. Las soluciones alternativas se describen también a continuación, y se analiza su viabilidad.

Lógicamente, todos los riesgos derivados de las soluciones técnicas o alternativas deben sopesarse con la reducción del riesgo sistémico que ofrece la compensación central.

3.2. POSIBLES SOLUCIONES ALTERNATIVAS

i) Transformación de garantías reales por las ECC

Se trataría de un servicio de repos ofrecido por las ECC a los sistemas de planes de pensiones, en el que las primeras serían la contraparte principal de la operación de repo, facilitando efectivo a los segundos a cambio de valores. En este sentido, el concepto básico es comparable al servicio de repos en fase de desarrollo descrito en la sección anterior. Sin embargo, esta posible solución no presupone la capacidad de la ECC para crear también una oferta para una plataforma organizada de negociación de repos y el servicio de compensación asociado.

Así pues, la ECC pertinente tendría que ejecutar simultáneamente una repo *back-to-back* [de respaldo mutuo] con un tercero con el fin de reunir el efectivo. Ese tercero sería un banco intermediario en el mercado de repos o un banco central.

Es dudoso que un banco central pueda aceptar un dispositivo en virtud del cual él sea el único proveedor de liquidez para repos, de modo que en la solución aquí analizada se supone que la ECC tendría previsto utilizar los bancos comerciales en circunstancias «normales» y únicamente utilizaría el banco central cuando la situación del mercado fuese adversa.

Actualmente, no todas las ECC pueden acceder de forma sistemática a los mecanismos de los bancos centrales. En la actualidad, determinadas ECC de la UE tienen acceso al crédito intradía y, bajo determinadas condiciones, al crédito a un día. No obstante, ese acceso podría no resultar adecuado para poner en práctica un mecanismo estándar de transformación de garantías reales basado en repos. Para hacerlo, las ECC deberían al menos tener acceso a los mecanismos a un día o incluso a operaciones de crédito con vencimiento a más largo plazo a fin de evitar la renovación diaria de los repos a corto plazo. Ello supondría un cambio de las prácticas existentes entre las ECC y los bancos centrales que tanto estos como sus interlocutores tendrían que sopesar cuidadosamente.

Esta posible solución pasa por que las ECC asuman un mayor nivel de riesgo en términos del volumen de operaciones de repo y la consiguiente exposición al riesgo de contraparte y de mercado. A su vez, ello aumenta el riesgo sistémico que plantean las ECC.

Se añaden otros obstáculos, como la necesidad de que la ECC invierta en la capacidad de negociación y de gestión de tesorería necesaria, así como de modificaciones legales y operativas, sobre todo en sus procedimientos de incumplimiento, en los que las operaciones de repo con un miembro compensador incumplidor puede que tengan que ser liquidadas al mismo tiempo que las carteras de derivados extrabursátiles afectadas.

ii) Aceptación directa de activos distintos al efectivo con transferencia a los destinatarios del margen de variación

En este caso, la ECC permitiría a los sistemas de planes de pensiones aportar y recibir márgenes de variación utilizando los activos distintos al efectivo que ya mantuviese, por ejemplo valores de deuda pública. Esos activos serían transferidos a continuación a la contraparte «in-the-money» de la operación.

La ECC tendría que ofrecer para compensación dos series paralelas de productos con las mismas condiciones económicas fundamentales: una en la cual el margen de variación sería pagado y recibido en efectivo y otra en la que sería aportado y recibido en los valores admisibles especificados. Ello reduciría la liquidez del mercado, siendo probable que se ampliaran los diferenciales de negociación y se redujera la flexibilidad en el traspaso (*porting*) o la liquidación de las posiciones de los participantes incumplidores en la ECC. Tampoco sería posible compensar las peticiones de garantías reales entre los dos productos.

La liquidación puntual es otro gran obstáculo para la viabilidad de esta opción. Los participantes que aportaran márgenes de variación distintos al efectivo tendrían que poder transferir los valores a nombre de la ECC el mismo día en que se realizase la petición de garantía real. Sería algo difícil de lograr en la práctica, no obstante, puesto que la liquidación en el mismo día no es una práctica habitual actual en las centrales depositarias de valores. Otra dificultad es que los valores solo pueden intercambiarse en unidades transferibles. Dado que los importes del margen de variación a pagar o

cobrar serán calculados por la ECC en valores monetarios, esta tendría que fijar una convención de mercado sobre la manera en que esos valores se convertirán en la cantidad entregable de cualesquiera valores que el depositante del margen de variación elija aportar, lo que daría lugar a diferencias de redondeo y a la realización de ajustes de efectivo entre la ECC y los miembros compensadores.

Además, las ECC, los miembros compensadores, los custodios, los gestores de activos y los sistemas de planes de pensiones incurrirían en costes por valor de varios millones de euros para poder ofrecer la necesaria capacidad operativa en este ámbito.

Es también dudoso que la transferencia de valores al destinatario del margen de variación satisfaga el requisito legal que obliga a algunos sistemas de planes de pensiones a mantener el control sobre sus activos.

iii) Aceptación de activos distintos al efectivo con transferencia del derecho de garantía a los destinatarios del margen de variación

También aquí la ECC permitiría a los sistemas de planes de pensiones aportar el margen de variación mediante valores, como en el punto ii).

Sin embargo, en lugar de transferir los valores a las contrapartes destinatarias del margen de variación, la ECC crearía en su favor un derecho de garantía sobre los valores aportados.

En esta solución, los activos aportados para satisfacer la exigencia de margen de variación no se transfieren al destinatario de dicho margen, por lo que el riesgo del contrato no se liquida realmente. Simplemente existe un derecho de crédito legal cuyo valor variará a lo largo del tiempo. En caso de incumplimiento, el valor del derecho de crédito sería incierto hasta su liquidación. Este riesgo adicional exigiría que el precio del contrato se estableciera de forma diferente, encareciéndolo respecto a los contratos ordinarios liquidados en efectivo, y crearía también una división entre los productos compensados, con menor liquidez para el producto adaptado a los sistemas de planes de pensiones.

El riesgo jurídico constituye también un obstáculo para esta solución, pues los derechos de garantía no siempre están sujetos a iguales marcos jurídicos en toda la UE. Ello podría ser fuente de inseguridad jurídica en cuanto a las consecuencias de las situaciones de incumplimiento.

iv) Acuerdo cuatripartito de garantía real para un margen de variación en forma de derecho de garantía real

Se trata de una variante de la solución anterior, en la que un custodio guardaría los valores con arreglo a un acuerdo entre él mismo, el sistema de planes de pensiones, la contraparte de la operación original y la ECC.

Este dispositivo permitiría a los sistemas de planes de pensiones aportar activos distintos al efectivo como margen de variación sin necesidad de transformarlos en efectivo. En vez de eso, la garantía real se facilitaría en forma de un derecho de garantía en favor de la contraparte. El sistema de planes de pensiones encomendaría la gestión de las garantías reales a un custodio en el marco de un acuerdo formalizado entre las cuatro partes interesadas: dicho sistema, la contraparte, la ECC y el custodio. La solución se basaría en los servicios de gestión de garantías reales tripartitos existentes.

Esta solución presenta los mismos problemas que la anterior, en la medida en que da lugar a riesgo de crédito de contraparte no liquidado, lo que parece ir en contra de la función del margen de variación y puede ser causa de inquietud para los miembros compensadores, las contrapartes y los reguladores.

De nuevo, crearía una división entre los productos, con complicaciones por lo que respecta a la liquidez y la compensación por saldos netos.

v) Transformación de las garantías reales por los miembros compensadores

Esta primera alternativa a una solución técnica de la ECC es la posibilidad de que los sistemas de planes de pensiones obtengan efectivo ejecutando operaciones de repo con sus miembros compensadores, fuera de la propia infraestructura de la ECC.

Los miembros compensadores de las ECC de derivados extrabursátiles pertenecen generalmente a grupos bancarios que operan también en el mercado de repos. Así pues, parece que los miembros compensadores están bien situados para ofrecer a tal efecto servicios de repos a su clientela de sistemas de planes de pensiones sin invertir en nuevas operaciones comerciales. Tal servicio también podría ser proporcionado a los sistemas de planes de pensiones, independientemente de sus agentes compensadores designados, por un banco tercero.

No obstante, el tamaño actual de los mercados de repos bilaterales puede ser insuficiente para poder proporcionar el efectivo que los sistemas de planes de pensiones necesitarían para satisfacer sus obligaciones a efectos del margen de variación. En cualquier caso, las líneas de repos no estarían garantizadas por los intermediarios y podrían ser retiradas en momentos de tensión.

Según las conclusiones del estudio de referencia (véase, en particular, la sección 5.7.3), el mercado de repos, sin embargo, no podría hacer frente a la demanda agregada de los sistemas de planes de pensiones que tratasen de financiar íntegramente las peticiones de margen de variación en efectivo derivadas de una gran variación del tipo de interés (por ejemplo, 100 puntos básicos), de modo que dichos sistemas no tendrían acceso a la financiación necesaria para satisfacer las peticiones de margen de variación si tuvieran que apoyarse en el mercado de repos bilaterales. Nos encontraríamos así con peticiones de margen no abonadas, de modo que los sistemas

de planes de pensiones incurrirían en incumplimiento, con las consiguientes repercusiones en los mercados.

Con arreglo a este dispositivo, el agente compensador del sistema de planes de pensiones se vería expuesto a las consecuencias del incumplimiento de aquel, en la medida en que podría estar obligado contractualmente a satisfacer las peticiones de margen de variación por cuenta de su cliente, el sistema de planes de pensiones. Los agentes compensadores son, por lo general, grandes bancos y, por lo tanto, suponen un riesgo importante para el conjunto del sistema financiero.

vi) Préstamo de valores con intermediario

Con arreglo a un modelo de préstamo de valores de este tipo, el sistema de planes de pensiones prestaría a terceros valores de su propia cartera y recibiría del prestatario una garantía real en forma de efectivo, que podría utilizar para satisfacer las peticiones de margen de variación.

Numerosos sistemas de planes de pensiones ya utilizan el préstamo de valores a través de dispositivos legales y operativos. No obstante, la capacidad del sistema de planes de pensiones para conceder préstamos depende de las necesidades de los demás participantes del mercado de tomar prestados los activos ofrecidos en un momento dado. El que las contrapartes deseen realmente tomar valores en préstamo y durante cuánto tiempo queda fuera del control del sistema de planes de pensiones. El préstamo de valores no puede considerarse, por lo tanto, una fuente fiable de financiación. Como en el caso del dispositivo anterior, algunas peticiones de margen podrían quedar impagadas, lo que a su vez podría dar lugar al incumplimiento del agente compensador del sistema de planes de pensiones.

vii) Préstamos garantizados por entidades no financieras

Según el estudio de referencia, muchas grandes empresas disponen actualmente de cuantiosas reservas de tesorería que quizá deseen prestar de forma segura.

Con arreglo a esta opción alternativa, el sistema de planes de pensiones aportaría valores en el marco de una operación de repo y recibiría efectivo de la empresa como garantía real contra la recompra, de modo similar a la posible solución alternativa descrita en el punto v).

Actualmente no existe ningún mercado establecido para los préstamos empresariales garantizados a los sistemas de planes de pensiones, de modo que, si bien cabe concebir que las empresas tengan medios para proporcionar efectivo a dichos sistemas con el fin de cumplir las peticiones de margen de variación de las ECC, resulta imposible evaluar la capacidad y la volatilidad de ese mercado. Esta alternativa también plantea dudas por lo que respecta a la posibilidad de que el establecimiento de un mercado de tales características exija regulación, y sobre el impacto que ello podría tener sobre los

costes y la disponibilidad. Por lo tanto, no puede considerarse como una alternativa válida.

4. CONCLUSIONES

4.1. PROGRESO Y ESFUERZOS DE LAS ECC

Cabe concluir que, con excepción del servicio de repos propuesto para los sistemas de planes de pensiones descrito en la sección 3, las ECC no parecen haber realizado progresos suficientes a fin de desarrollar soluciones técnicas para la transferencia de garantías reales distintas del efectivo como margen de variación. No parece que ninguna ECC esté impulsando ninguna de las posibles soluciones alternativas basadas en infraestructura analizadas y descritas en los puntos i) a iv) de la sección 3.2. Cabe concluir que ello se debe a los obstáculos descritos en el presente informe. No obstante, las ECC deberían seguir examinando cómo podrían resolverse en la práctica los obstáculos detectados para la aplicación de las posibles soluciones alternativas.

La falta de avances en la determinación y el desarrollo de soluciones viables puede explicarse por el hecho de que las ECC que no han desarrollado soluciones no se encuentran bien situadas actualmente para prestar tales servicios, dado que todavía no llevan a cabo ningún servicio de negociación o compensación en los mercados de repos que pudiera desarrollarse para facilitar la transformación de garantías reales. Cabe también suponer que, en los dos o tres últimos años, las ECC han centrado sus recursos en adaptar sus servicios para respetar los requisitos recientemente introducidos en el marco del EMIR, así como otros aspectos de las reformas de la normativa internacional y de la UE[v]. Las ECC han destinado también recursos considerables al desarrollo en general de las soluciones de compensación para sus clientes, pues las obligaciones de compensación que prevé el EMIR se extenderán a los pequeños y medianos participantes en el mercado (incluidos los sistemas de planes de pensiones) incapaces de compensar directamente como miembros compensadores. Así pues, la falta de esfuerzos en el desarrollo de soluciones técnicas podría también atribuirse al hecho de que las ECC no han podido dar prioridad a los nuevos avances en este ámbito.

4.2. MEDIDAS NECESARIAS

La Comisión seguirá supervisando el desarrollo del servicio basado en repos propuesto por la ECC pertinente, a fin de evaluar si ese enfoque se mantiene y la solución se aplica sin incidencias en 2015, como está previsto. El éxito de la aplicación del

servicio propuesto dependerá también de la cooperación permanente de los sistemas de planes de pensiones que puedan participar en él.

La Comisión seguirá colaborando también con las otras ECC de la UE que compensan las operaciones de derivados extrabursátiles correspondientes (permutas de tipo de interés y/o de tasa de inflación), con el fin de evaluar si tales entidades podrían adoptar soluciones similares. Según lo indicado anteriormente, ello puede depender de la capacidad de otras ECC de ofrecer servicios de negociación y compensación de repos, así como de compensación de derivados extrabursátiles. No obstante, la Comisión insta encarecidamente a todas las ECC de la UE, en cooperación con sus miembros compensadores y con los sistemas de planes de pensiones, a seguir analizando cómo podrían superarse los obstáculos analizados en el presente informe para alcanzar soluciones que —de forma individual o en combinación— puedan aportar la capacidad necesaria y permitan a los sistemas de planes de pensiones compensar sus operaciones de derivados extrabursátiles de manera centralizada, con una menor incidencia sobre sus rendimientos. Una solución adecuada permitirá que tales sistemas prosigan su actividad con derivados extrabursátiles sin costes prohibitivos, proporcionando al mismo tiempo las ventajas de la compensación central a sus contrapartes y al conjunto del sistema financiero.

Sin embargo, la Comisión reconoce que, a falta de una solución, los sistemas de planes de pensiones tendrán en última instancia que sustituir valores por efectivo con el fin de mantener un colchón de efectivo suficiente para hacer frente a las posibles peticiones de margen de variación, a partir de agosto de 2018 como plazo límite. También debe tenerse en cuenta que, aunque ninguna de las posibles soluciones alternativas parece proporcionar una solución globalmente satisfactoria para los sistemas de planes de pensiones, quizá sea necesario recurrir a una combinación de transformación de garantías reales. La Comisión invitaría asimismo al sector a examinar qué posibilidades de financiación a más largo plazo (como bonos garantizados o valores de titulización de activos) pueden estar a disposición de los sistemas de planes de pensiones y que, individualmente o en combinación, podrían constituir una fuente fiable de financiación suficiente, incluso en momentos de tensión. Ciertamente, tales posibilidades de financiación pueden depender de la capacidad del sistema de planes de pensiones para mantener la titularidad legal y/o el control de los valores objeto de intercambio por efectivo, por lo que se necesitaría flexibilidad.

4.3 EFECTO ADVERSO POTENCIAL DE LA COMPENSACIÓN CENTRALIZADA DE LOS CONTRATOS DE DERIVADOS SOBRE LAS PRESTACIONES DE JUBILACIÓN DE LOS FUTUROS PENSIONISTAS

Si no pudiesen acogerse a una exención de la obligación de compensación, los sistemas de planes de pensiones estarían obligados a atesorar reservas de efectivo en lugar de los activos de mayor rentabilidad (valores de deuda pública, por ejemplo) que

suelen conservar. Seguir manteniendo activos distintos al efectivo y recurrir de manera *ad hoc* a los mercados abiertos de repos no garantiza suficiente certidumbre. Como se indica en el estudio de referencia, el principal obstáculo identificable para ello es el hecho de que los actuales mercados de repos bilaterales no parecen ofrecer la suficiente liquidez para poder satisfacer las necesidades de los sistemas de planes de pensiones de la UE en escenarios de tensión. Esta conclusión se basa en el análisis de los mercados de deuda pública de los países de la UE. Según el estudio de referencia, importe agregado de las peticiones de márgenes de variación por un cambio de 100 puntos básicos equivaldría a 204 000–255 000 millones EUR para los sistemas de planes de pensiones de la UE. De esa cantidad, 98 000–123 000 millones EUR (82 000–103 000 millones UKP) corresponderían a los sistemas de planes de pensiones británicos, y guardarían relación sobre todo con activos en libras esterlinas, mientras que 106 000–130 000 millones EUR guardarían relación con activos en euros (y quizá en otras divisas).

Aunque los sistemas de planes de pensiones fuesen los únicos participantes activos en esos mercados, el total de los márgenes de variación requeridos ante tal cambio rebasaría la capacidad diaria aparente de los mercados de repos de bonos del Reino Unido y probablemente superaría las partes pertinentes del mercado de repos de deuda pública de la UE; es decir, principalmente, el de los bonos públicos alemanes (*bunds*). Sí existe liquidez en los mercados de repos de otros valores menos líquidos, pero todavía de grado superior, aunque es mucho más probable que los mercados de tales instrumentos se contraigan en momentos de tensión.

Mantener reservas de efectivo para cubrir los posibles movimientos del mercado reduciría el rendimiento global generado por las inversiones realizadas en beneficio de los afiliados a los sistemas de pensiones, lo que en último término podría reducir los importes totales abonados por dichos sistemas a esos beneficiarios como ingresos de jubilación.

Según el estudio de referencia, pasar de la constitución bilateral de garantías a la aportación de márgenes de variación en efectivo a las ECC podría, por lo tanto, suponer un coste equivalente a un porcentaje acumulado de reducción de los ingresos de los jubilados de hasta el 3,1 % en los Países Bajos y el 2,3 % en el Reino Unido, basándose en un período de 40 años. El impacto previsto total sobre los ingresos de jubilación en toda la UE en un periodo de 20-40 años podría ascender hasta el 3,66 %. Esta reducción es directamente imputable a la disminución de los rendimientos de las inversiones prevista a causa de la obligación de mantener reservas de efectivo en lugar de valores distintos al efectivo.

Se trata de un impacto significativo, que podría afectar a los pensionistas en toda la UE y que cabe considerar desproporcionado en relación con las ventajas derivadas de exigir en esta fase tal compensación a los sistemas de planes de pensiones. Esta conclusión tiene en cuenta el hecho de que, en cualquier caso, las operaciones tendrán

que asegurarse bilateralmente con garantías reales en virtud de los futuros requisitos en materia de márgenes bilaterales, de conformidad con el artículo 11, apartado 3, del EMIR, con lo que se reducirá el riesgo de crédito de contraparte en las operaciones de las que tales sistemas sean contraparte, tanto desde el punto de vista de los bancos como de los propios sistemas de planes de pensiones.

Cabe la posibilidad de que los sistemas de planes de pensiones más afectados por el efecto descrito opten por no cubrir sus obligaciones a fin de mantener los actuales niveles de ingresos por jubilación de sus beneficiarios. Se correría así el riesgo de que se registraran pérdidas en las inversiones como resultado de la volatilidad del mercado no cubierta, lo que entrañaría asimismo una reducción de los ingresos por jubilación.

Sin embargo, cabe señalar que, a medida que la gran mayoría de los contratos de derivados extrabursátiles normalizados pasen a ser objeto de compensación central, los contratos no compensados pueden ir perdiendo liquidez gradualmente. Esta circunstancia, en sí misma, reduciría el diferencial de coste global entre los contratos compensados y los no compensados en el futuro.

4.4 PROPUESTA DE ACTO DELEGADO

La Comisión considera que, por el momento, no se ha efectuado el esfuerzo necesario para desarrollar soluciones técnicas adecuadas y que el efecto adverso de la compensación centralizada de los contratos de derivados sobre las prestaciones de jubilación de los futuros pensionistas no ha variado.

Por consiguiente, la Comisión tiene la intención de proponer, por medio de un acto delegado, una prórroga de dos años del período de tres años a que se refiere el artículo 89, apartado 1, del EMIR. La Comisión seguirá de cerca la situación en lo que se refiere a las soluciones técnicas que permitirían a los sistemas de planes de pensiones aportar activos distintos al efectivo para satisfacer las peticiones de márgenes de variación de las ECC con el fin de determinar la conveniencia de ampliar dicho período un año más.

---

i Tal como se definen en el artículo 2, apartado 10, del EMIR.

ii Según el artículo 89, apartados 1 y 2 del EMIR, la exención solo se aplicará a los 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 cuando tales sistemas tengan dificultades para cumplir los requisitos relativos a los márgenes de variación.

iii El estudio de referencia se publicará en el sitio web de la Comisión Europea http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#maincontentSec2

iv Cabe señalar que el servicio en fase de desarrollo no estaría limitado a los sistemas de planes de pensiones, sino que podría ofrecerse a otros participantes del mercado con necesidades similares.

v Algunas ECC de la UE están autorizadas y pueden operar en el territorio de terceros países.