COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 9.6.2022
COM(2022) 254 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[1] (en lo sucesivo, «el Reglamento EMIR») prevé una exención temporal de la obligación de compensación centralizada a las entidades responsables de la gestión de sistemas de planes de pensiones en relación con determinados tipos de derivados extrabursátiles[2]. La exención se ha prorrogado varias veces desde 2012[3]. En la actualidad, está en vigor hasta el 18 de junio de 2022. La Comisión puede adoptar un acto delegado que prorrogue la exención por última vez hasta junio de 2023.

Exigir a los sistemas de planes de pensiones que compensen los contratos de derivados extrabursátiles en una entidad de contrapartida central (ECC) podría llevarlos a transformar una cantidad significativa de sus activos en efectivo u otros activos de elevada liquidez, como depósitos bancarios, participaciones en fondos del mercado monetario, pactos de recompra o líneas de crédito, a fin de poder proporcionar un «margen»[4] a las ECC. La obligación de compensar y la obligación asociada de proporcionar un margen[5] se refiere, en particular, a la necesidad de garantizar un efectivo suficiente para el margen de variación[6] que debe cubrirse

[1]Reglamento (UE) n.º 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

[2]En virtud del artículo 2, apartado 10, del Reglamento EMIR, los sistemas de planes de pensiones incluyen los fondos de pensiones de empleo 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. De conformidad con el artículo 89, apartado 1, del Reglamento EMIR, la exención se refiere 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.

[3]La exención se ha prorrogado más recientemente en mayo de 2021 mediante el Reglamento Delegado (UE) 2021/962 de la Comisión por el que se amplía el período transitorio contemplado en el artículo 89, apartado 1, párrafo primero, del Reglamento (UE) n.º 648/2012.

[4] El margen es la garantía que un inversor tiene que depositar. El Reglamento EMIR distingue entre margen inicial y margen de variación. El margen inicial está destinado a cubrir las actuales fluctuaciones de valor, así como las posibles fluctuaciones futuras.

[5] Las entidades que gestionan sistemas de planes de pensiones, cuyo objetivo primario es proporcionar prestaciones en el momento de la jubilación, normalmente en forma de pagos vitalicios, pero también en forma de pagos efectuados durante un período determinado o como cantidad a tanto alzado, suelen minimizar sus reservas de efectivo a fin de maximizar la eficiencia y el rendimiento para los titulares de sus pólizas. Véase el considerando 26 del Reglamento (UE) n.º 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

[6] El margen de variación es una garantía real percibida periódicamente por una parte para reflejar los cambios en el valor de mercado de un contrato pendiente. Dado que las peticiones de los márgenes de variación deben satisfacerse normalmente con poca antelación (por ejemplo, de un día a otro o incluso en el mismo día), la

periódicamente y con poca antelación. Por tanto, existe el riesgo de que obligar de manera prematura a los sistemas de planes de pensiones a compensar contratos de derivados extrabursátiles de forma centralizada los lleve a convertir en efectivo una proporción significativa de sus activos para acumular colchones de capital al objeto de satisfacer los posibles requisitos de margen de las entidades de contrapartida central, lo que reduciría los recursos destinados a la inversión que generan ingresos para cubrir futuras pensionistas de jubilación. No obstante, el objetivo final del Reglamento sigue siendo que los sistemas de planes de pensiones se compensen de forma centralizada lo antes posible.

El artículo 85, apartado 2, del Reglamento EMIR obliga a la Comisión a elaborar un informe anual 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 margen de variación, y la necesidad de adoptar medidas que faciliten su adopción. Este es el tercer informe de la Comisión y presenta los progresos realizados hasta la fecha.

2. INFORMACIÓN RECIBIDA

Desde la entrada en vigor del EMIR REFIT, el 17 de junio de 2019[7], se viene trabajando en diversos foros de seguimiento de los progresos hacia la compensación centralizada por parte de los sistemas de planes de pensiones. Se han recibido aportaciones de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), la Agencia Bancaria Europea (ABE), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (AESPJ) y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), así como de participantes en el mercado a través del grupo de expertos sobre sistemas de planes de pensiones[8]. La AEVM, en cooperación con la ABE, la AESPJ y la JERS, presentó a la Comisión informes anuales de evaluación de la cuestión, tal como exige el Reglamento EMIR. La Comisión recibió el primer informe[9] en abril de 2020. En diciembre de 2020[10], se presentó a la Comisión un segundo informe[11]. El último informe[12] de la AEVM se envió a la Comisión en enero de 2022.

---

posición de efectivo desempeña un papel fundamental, ya que el efectivo es el instrumento más utilizado para hacer frente a estas peticiones.

[7] Reglamento (UE) 2019/834 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, que modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo relativo a la obligación de compensación, la suspensión de la obligación de compensación, los requisitos de notificación, las técnicas de reducción del riesgo en los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central, la inscripción y la supervisión de los registros de operaciones y los requisitos aplicables a los registros de operaciones (en lo sucesivo, el «EMIR REFIT»).

[8] En virtud del artículo 85, apartado 2, del Reglamento EMIR, la Comisión Europea creó un grupo de expertos integrado por representantes de las entidades de contrapartida central, los miembros compensadores, los sistemas de planes de pensiones y otras partes pertinentes para supervisar los esfuerzos realizados y evaluar los avances logrados en la búsqueda de soluciones técnicas viables.

[9] AEVM: *Central clearing solutions for pension scheme arrangements* [«Soluciones de compensación centralizada para los sistemas de planes de pensiones», documento en inglés], 2 de abril de 2020, ESMA70-151-2823.

[10] AEVM: *Report on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No. 2)* [«Informe sobre las soluciones de compensación centralizada para los sistemas de planes de pensiones (n.º 2)», documento en inglés], 17 de diciembre de 2020, ESMA70-151-3248.

[11] *Ibidem*. Para más información, véase el capítulo 4 titulado «Consulta pública». Las conclusiones del segundo informe se apoyaron en una amplia consulta pública. Se recabaron opiniones de las partes interesadas, datos actualizados sobre las carteras de los sistemas de planes de pensiones europeos y sobre el impacto cuantitativo del traslado de sus carteras de derivados extrabursátiles a la compensación centralizada.

[12] AEVM: *The clearing obligation for pension scheme arrangements* [«La obligación de compensación para los sistemas de planes de pensiones», documento en inglés], 25 de enero de 2022, ESMA70-451-110.

Teniendo en cuenta las aportaciones recibidas, la Comisión ha publicado dos informes[13][14], en los que hasta ahora se han evaluado las condiciones de liquidez y se exploran diversos acuerdos de compensación para los fondos de pensiones. En estos informes se expusieron los argumentos relativos a las prórrogas posteriores de la exención[15].

En el informe de enero de 2022, la AEVM concluyó que la descripción, el análisis y las conclusiones detalladas en el amplio segundo informe seguían siendo válidos. Considera poco probable que, a pesar de los esfuerzos de las partes interesadas y de los reguladores, exista una solución única para abordar las preocupaciones de los sistemas de planes de pensiones. Debe buscarse más bien una combinación de soluciones que faciliten el acceso a la liquidez o alivien la presión de llevar a cabo la compensación. Por lo tanto, el último informe se centró en evaluar el nivel de disponibilidad operativa de los sistemas de planes de pensiones para compensar sus derivados extrabursátiles sobre tipos de interés. La AEVM llegó a la conclusión de que los sistemas de planes de pensiones están en gran medida preparados desde un punto de vista operativo, teniendo en cuenta una combinación de soluciones disponibles para los sistemas de planes de pensiones, de modo que la AEVM creía que había menos motivos para tratar a los sistemas de planes de pensiones de manera diferente en comparación con otros participantes en el mercado. Además, la AEVM señaló que la prórroga de la exención de compensación debe considerarse en el contexto más amplio de la creación de capacidad de compensación en la Unión Europea (UE) y el aumento del atractivo de las entidades de contrapartida central de la UE, al que también puede contribuir el fin de esta exención.

No obstante, según la AEVM, una serie de planteamientos operativos justificarían conceder más tiempo a los sistemas de planes de pensiones antes de someterlos a la obligación de compensación. En particular, la AEVM subrayó que los sistemas de planes de pensiones y los participantes en el mercado pertinentes necesitan tiempo para ultimar sus acuerdos de compensación y gestión de garantías. Añadió, además, que la decisión de la Comisión debe comunicarse con suficiente antelación para que todas las partes afectadas puedan adaptar sus planes de ejecución. Teniendo en cuenta lo anterior, la AEVM recomendó una nueva prórroga de la exención de compensación hasta el 19 de junio de 2023.

Desde el último informe de la Comisión de mayo de 2021, el grupo de expertos sobre sistemas de planes de pensiones se ha reunido tres veces. Los participantes confirmaron que los sistemas de planes de pensiones están en gran medida dispuestos a compensar, contar con acuerdos de compensación y compensar algunas operaciones de forma voluntaria. Al mismo tiempo, los sistemas de planes de pensiones subrayaron que persiste la cuestión subyacente del acceso al efectivo. Para abordar este problema, el grupo de expertos sobre sistemas de planes de pensiones ha debatido, en particular, el repo compensado como una posible solución de liquidez. Sin embargo, los sistemas de planes de pensiones señalaron que, si bien se trata de un paso en la dirección correcta, una dependencia excesiva del mercado de repos compensados los haría vulnerables a un riesgo de liquidez residual en circunstancias extremas del mercado.

3. CONTEXTO POLÍTICO

[13] COM(2020) 574 final.
[14] COM(2021) 224 final.
[15] La exención inicial fue concedida por el Reglamento EMIR hasta el 16 de agosto de 2018, mientras que mediante el EMIR REFIT se concedió una nueva prórroga hasta junio de 2021, que podría prorrogarse por otro año o dos más.

El Reino Unido es un centro clave para la compensación centralizada de derivados y sigue siendo un lugar importante para la compensación por parte de los agentes del mercado de la UE, que a lo largo de los años han acumulado una cantidad significativa de posiciones en las entidades de contrapartida central del Reino Unido. Muchos sistemas de planes de pensiones de la UE cuentan actualmente con acuerdos de compensación tanto en la UE como en el Reino Unido, pero los análisis muestran que tienden a compensarse en mayor proporción en el Reino Unido. Con el fin de evitar riesgos para la estabilidad financiera de la UE, en septiembre de 2020 la Comisión adoptó una decisión de equivalencia temporal que abarcaba el marco de regulación y supervisión de las entidades de contrapartida central del Reino Unido, de aplicación inicialmente hasta junio de 2022[16], y posteriormente prorrogada hasta el 30 de junio de 2025[17]. Mientras tanto, se instó a los participantes en el mercado de la UE a reducir sus exposiciones frente a las entidades de contrapartida central del Reino Unido, ya que la magnitud de tales exposiciones puede dificultar a las autoridades de la UE la gestión de la estabilidad financiera en caso de tensión.

En enero de 2021, la Comisión creó un grupo de trabajo que incluía a las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), la JERS, el Banco Central Europeo (BCE) y el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) para evaluar las oportunidades y los retos de transferir la compensación de derivados del Reino Unido a las entidades de contrapartida central de la UE. El grupo también se puso en contacto con una serie de partes interesadas para recabar opiniones y aportaciones. Los debates en el grupo confirmaron los riesgos para la UE derivados de las exposiciones frente a las entidades de contrapartida central del Reino Unido. Estos riesgos también se destacaron en la evaluación de las entidades de contrapartida central sistémicas de terceros países llevada a cabo por la AEVM en el marco del Reglamento EMIR 2.2[18], que finalizó en diciembre del año pasado[19].

Por consiguiente, con el fin de contribuir a unos servicios de compensación eficientes y competitivos, la Comisión presentará en el segundo semestre de 2022 medidas para que las entidades de contrapartida central de la UE sean más atractivas para los participantes en el mercado; haciendo de la UE un centro de compensación más atractivo y rentable y reforzando el marco de supervisión de la UE para que las entidades de contrapartida central gestionen mejor los riesgos asociados.

---

[16] Decisión de Ejecución (UE) 2020/1308 de la Comisión, de 21 de septiembre de 2020, por la que se declara, para un período de tiempo limitado, la equivalencia del marco normativo aplicable a las entidades de contrapartida central del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

[17] Decisión de Ejecución (UE) 2022/174 de la Comisión, de 8 de febrero, por la que se declara, para un período de tiempo limitado, la equivalencia del marco normativo aplicable a las entidades de contrapartida central del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

[18] Reglamento (UE) 2019/2099 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2019, que modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo que respecta a los procedimientos de autorización de las ECC, las autoridades que participan en la misma y los requisitos para el reconocimiento de las ECC de terceros países (DO L 322 de 12.12.2019).

[19] El informe de evaluación de la AEVM con arreglo al artículo 25, apartado 2 *quater*, del Reglamento EMIR puede consultarse en: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-assessment-systemically-important-uk-central. La AEVM consideró que el servicio Swapclear prestado por LCH Ltd para derivados sobre tipos de interés denominados en euros y esloti polaco (PLN) y los segmentos de permutas de riesgo de crédito y derivados sobre tipos de interés a corto plazo de ICE Clear Europe Ltd para productos denominados en euros revisten una importancia sistémica sustancial para la UE o uno o varios Estados miembros.

En este contexto, poner fin a la exención relativa a los sistemas de planes de pensiones podría contribuir a desarrollar el fondo de liquidez de la UE, lo que podría atraer más compensación a la UE.

4. EVOLUCIÓN DESDE LOS INFORMES INICIALES DE LA COMISIÓN

La exención temporal de la obligación de compensación tenía por objeto dar a los sistemas de planes de pensiones y otros participantes pertinentes del mercado tiempo suficiente para diferenciar las fuentes de liquidez a fin de cubrir las necesidades de márgenes de variación y desarrollar la capacidad operativa para gestionar la compensación de grandes carteras de derivados.

4.1. Liquidez

La exención temporal de compensación para los sistemas de planes de pensiones tiene por objeto mitigar los efectos que la obligación de compensación tendría en su asignación de efectivo. El motivo más común del uso de derivados extrabursátiles por parte de los sistemas de planes de pensiones es el número insuficiente de emisiones de bonos de alta calidad a largo plazo, lo que limita su capacidad para gestionar adecuadamente los riesgos de tipo de interés[20]. Esto suscita preocupación por el acceso al efectivo durante períodos de tensión en el mercado[21], cuando aumentan las peticiones de margen y los sistemas de planes de pensiones compiten con otras entidades del mercado por la liquidez.

Las condiciones de liquidez de los sistemas de planes de pensiones han evolucionado favorablemente desde el inicio de la obligación del Reglamento EMIR de compensar de forma centralizada determinadas categorías de derivados extrabursátiles, incluso se han mantenido adecuadamente durante los últimos períodos de volatilidad. A excepción del período comprendido entre marzo y abril de 2020, cuando las peticiones diarias de margen de variación fueron significativamente superiores a la media de los flujos normalmente observados[22], los sistemas de planes de pensiones no se han enfrentado a problemas de liquidez relacionados con las peticiones de margen. En marzo de 2020, los pagos de márgenes de variación fueron elevados en comparación con los activos de elevada liquidez en poder de los fondos de pensiones y sometieron a algunos de ellos a tensiones de liquidez[23]. No obstante, los fondos de pensiones pudieron satisfacerlos en general[24].

---

[20] AEVM: *Report to the European Commission on the central clearing solutions for pension scheme arrangements (No. 2)* [«Informe sobre las soluciones de compensación centralizada para los sistemas de planes de pensiones (n.º 2)», documento en inglés], 17 de diciembre de 2020, ESMA70-151-3248.

[21] Las fluctuaciones significativas del margen de variación en marzo de 2020 ilustran esta preocupación. Entre el 11 y el 23 de marzo de 2020, las empresas europeas de seguro y fondos de pensiones tuvieron que pagar 50 000 millones EUR adicionales en margen de variación a sus entidades de contrapartida. Más del 90 % de esta cifra fue emitida por empresas de seguro y fondos de pensiones neerlandesas, que tienen carteras de tamaño y duración excepcionalmente grandes. Fuente: BCE: *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds* [«La interconexión de los mercados de derivados y los fondos del mercado monetario a través de empresas de seguro y fondos de pensiones», documento en inglés], *Financial Stability Review*, noviembre de 2020.

[22] Banco de Pagos Internacionales: *Review of margining practices – Consultative report* [«Revisión de las prácticas de márgenes: informe consultivo», documento en inglés], octubre de 2021.

[23] BCE: *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds* [«La interconexión de los mercados de derivados y los fondos del mercado monetario a través de empresas de seguros y fondos de pensiones», documento en inglés], *Financial Stability Review*, noviembre de 2020.

[24] Por ejemplo, el margen de variación total aportado por las empresas de seguro y fondos de pensiones neerlandesas en marzo de 2020 alcanzó alrededor del 77 % de sus tenencias de activos de elevada liquidez,

Durante períodos de tensión en los mercados, el mercado de repos puede convertirse en una fuente importante de liquidez para los participantes en la recompra, en particular los sistemas de planes de pensiones. En los últimos años, los participantes en el mercado han intervenido de forma activa en la adaptación de sistemas de planes de pensiones y otras entidades en el ecosistema de compensación de repos. Eurex, la entidad de contrapartida central alemana, estableció un modelo de «acceso directo» para facilitar el acceso a la compensación, que incluye tanta las permutas de repo como las de tipos de interés. Más recientemente, una segunda cámara de compensación[25] de la UE abrió un modelo de repos de compensación patrocinado, que añadió[26] más capacidad de transformación de garantías. Se espera que estos modelos sigan madurando a lo largo de 2022 y 2023, lo que dará lugar a una mayor aceptación por parte de los patrocinadores compensadores y los participantes en la recompra.

A pesar de ello, los sistemas de planes de pensiones siguen manifestando su preocupación por su situación de liquidez. Aunque la liquidez ha seguido siendo sólida hasta la fecha, puede ajustarse, especialmente en el mercado de activos de garantías reales genéricas[27], a medida que la política monetaria se normalice[28] a medio plazo. Según los sistemas de planes de pensiones, esto podría llevarlos a tener que vender participaciones tales como acciones, bonos de empresa y bonos del Estado. En este contexto, venderían en un mercado en declive, y estas ventas de activos podrían agravar aún más la presión a la baja sobre la caída de los precios de los activos.

Dicho esto, podrían disponerse de fuentes alternativas de flujo de efectivo. Por ejemplo, la ampliación de las horas de funcionamiento del sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2)[29] y de TARGET2-Securities (T2S)[30] más adelante este año podría contribuir a garantizar que las operaciones de financiación con repos denominados en euros puedan liquidarse cuando lleguen las peticiones de margen. Aunque estos nuevos modelos de acceso parecen más adecuados a las necesidades de los grandes sistemas de planes de pensiones, permiten a los bancos liberar capacidad de balance, posiblemente también en beneficio de los sistemas de planes de pensiones más pequeños. No obstante, los sistemas de planes de pensiones piden la introducción de un enlace

---

aunque es probable que oculte cierta heterogeneidad. Fuente: BCE: *Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds* [«La interconexión de los mercados de derivados y los fondos del mercado monetario a través de empresas de seguro y fondos de pensiones», documento en inglés], *Financial Stability Review*, noviembre de 2020.

[25] *LCH RepoClear SA clears first euro repo by Sponsored Member* [«LCH RepoClear SA compensa el primer repo del euro por el miembro patrocinado», documento en inglés], comunicado de prensa de la LCH, 10 de diciembre de 2021.

[26] Estos modelos permiten a las empresas compradoras acceder a la compensación con el apoyo de un banco («agente de compensación» o «patrocinador»), lo que normalmente facilitaría los pagos de márgenes y aportaría contribuciones al fondo de garantía para las operaciones.

[27] Las garantías reales genéricas son un conjunto de emisiones de valores que negocian en el mercado de repos al mismo tipo de repo o a un tipo muy similar. Por lo tanto, estos valores pueden sustituirse entre sí sin cambiar mucho la repo. La liquidez en el mercado de repos de garantías reales genéricas es fundamental para los sistemas de planes de pensiones.

[28] *Monetary policy in an uncertain world* [«Política monetaria en un mundo incierto», documento en inglés], discurso de la presidenta del Banco Central Europeo Christine Lagarde, Fráncfort del Meno, 17 de marzo de 2022.

[29] TARGET2 es un sistema de liquidación bruta en tiempo real del que el Eurosistema es propietario y gestor. Liquida los pagos relacionados con las operaciones de política monetaria del Eurosistema, así como las operaciones entre bancos y comerciales.

[30] TARGET2-Securities (T2S) es una plataforma común en la que pueden transferirse valores y efectivo entre inversores de toda Europa, utilizando normas y prácticas armonizadas. Actualmente, veinte países europeos utilizan T2S.

del banco central a la plataforma de repos compensados, a fin de que los bancos centrales puedan intervenir en el mercado de repos y actuar como proveedores de efectivo a los fondos de pensiones (así como a otros participantes en el mercado) mediante repos compensados.

No obstante, cabe señalar que ni la AEVM en sus tres informes anuales ni el grupo de expertos del sistema de planes de pensiones indicaron que en ningún momento la situación de liquidez se deterioró hasta el punto, incluso en la primavera de 2020, de que amenazara permanentemente la capacidad de los sistemas de planes de pensiones para hacer frente a las peticiones de margen. Del mismo modo, los servicios de compensación de bonos y repos del Estado siguieron siendo resistentes y estables, a diferencia de la liquidez experimentada en el mercado bilateral de repos. Incluso antes de la intervención del banco central, ningún fondo del mercado monetario[31] suspendió los reembolsos y el mercado de repos siguió funcionando, lo que significa que los sistemas de planes de pensiones siguieron pudiendo acceder a liquidez. No obstante, en tiempos de tensiones, los sistemas de planes de pensiones pueden beneficiarse indirectamente de las operaciones de los bancos centrales destinadas a apoyar segmentos de mercado vulnerables, como ocurrió entre marzo y abril de 2020, cuando el BCE concedió facilidades de préstamo a los bancos para comprar activos de fondos del mercado monetario o ampliar los activos de garantía a los bonos bancarios no garantizados[32].

4.2. Disponibilidad operativa para compensar

Los sistemas de planes de pensiones están en gran medida dispuestos a compensar, contar con acuerdos de compensación y compensar algunas operaciones de forma voluntaria. Estas conclusiones se confirman en el último informe de la AEVM, en el que se señalaba un alto nivel de disponibilidad funcional de los sistemas de planes de pensiones para compensar[33].

El análisis de la AEVM indica que alrededor de una tercera parte de las operaciones de compensación de los sistemas de planes de pensiones empezaron a compensarse en el último año. Sin embargo, existen algunas diferencias entre los sistemas de planes de pensiones (algunos compensan la gran mayoría de sus operaciones, otros muy pocas o ninguna) y la actividad de compensación parece concentrarse (alrededor del 70 % del nocional compensado es atribuible únicamente a cinco sistemas de planes de pensiones). En términos de porcentaje compensado, el análisis indica que se compensa alrededor del 25 % del nocional (40 % en cuenta de operaciones) negociado por los sistemas de planes de pensiones. Sin embargo, mientras que los tres sistemas de planes de pensiones más importantes suelen compensar una media del 25 %, pero no más del 25-30 % de sus actividades comerciales, los sistemas de planes de pensiones medianos y pequeños registran entre el 0 y el 100 % de sus operaciones.

Sin embargo, el saldo de la actividad de compensación entre Eurex y LCH Ltd para las permutas compensadas por sistemas de planes de pensiones, en términos de volumen total compensado, es la misma proporción que para el resto del mercado, es decir, que LCH Ltd sigue teniendo una cuota de mercado dominante. Sin embargo, en lo que respecta a los acuerdos de compensación, la situación es diferente. Si se considera que los sistemas de planes de pensiones superan el umbral de margen inicial de 8 000 millones EUR, el análisis indica porcentajes similares en términos de que los sistemas de planes de pensiones tienen al

[31] Los fondos del mercado monetario invierten en instrumentos de liquidez a corto plazo (normalmente hasta un año). Estos fondos ofrecen a los inversores un riesgo bajo y la capacidad de disponer de liquidez (desinversión) cuando sea necesario.

[32] AEVM: *EU money market funds regulation — legislative review* [«Reglamento sobre fondos del mercado monetario de la UE: revisión legislativa», documento en inglés], 26 de marzo de 2021, ESMA34-49-309.

[33] Estas conclusiones se presentaron y debatieron durante la reunión del grupo de expertos de la Comisión Europea, de 14 de diciembre de 2021, y los participantes que intervinieron confirmaron las mismas tendencias.

menos una operación compensada en Eurex (76 %) y otra en LCH Ltd (80 %). Esto significaría que la gran mayoría de los sistemas de planes de pensiones de mayor tamaño, los más afectados por el requisito de compensación, contarían con mecanismos de compensación en cualquiera de las entidades de contrapartida central. Según los cálculos de la AEVM, treinta y un sistemas de planes de pensiones de la UE estarían sujetos a la obligación de compensación en virtud del Reglamento EMIR, ya que superarían los umbrales de compensación[34]. La gran mayoría de estos sistemas de planes de pensiones (80 %) han compensado al menos una operación, pero no necesariamente toda su cartera de derivados, por lo que disponen de algunos acuerdos de compensación. La elaboración de la estrategia de la Comisión en materia de compensación, que se presentará a lo largo de 2022, tiene por objeto mejorar el atractivo de la compensación en la UE.

Por último, es importante destacar que, a pesar de su creciente disponibilidad operativa, los sistemas de planes de pensiones han expresado su preocupación por si existe capacidad suficiente para liquidar todos sus derivados sujetos a la obligación de compensación. Han indicado que el aumento de la tasa de compensación con respecto a los niveles actuales podría plantear problemas en términos de límites de capacidad de compensación causados por un número limitado de miembros compensadores o sus posibles límites de compensación.

5. CONCLUSIÓN

La actual exención de compensación centralizada expira el 18 de junio de 2022. El EMIR REFIT permite a la Comisión prorrogar esta exención temporal por última vez hasta el 18 de junio de 2023, en caso de que concluya que los participantes en el mercado necesitan más tiempo para seguir desarrollando y adoptando soluciones técnicas adecuadas, y que los efectos adversos de la compensación centralizada de los contratos de derivados sobre las pensiones de jubilación permanecen inalterados.

El análisis de la Comisión muestra que las condiciones de liquidez de los sistemas de planes de pensiones siguen mejorando y que han surgido una serie de modelos para acceder a la compensación centralizada o transformar las garantías. Aunque ha resultado difícil para los sistemas de planes de pensiones proporcionar una solución única a la provisión de margen a las entidades de contrapartida central en condiciones de tensión en el mercado, existe una serie de instrumentos que deben permitir a los fondos de pensiones compensar con eficacia en diferentes condiciones de mercado, en particular en situaciones de tensión.

Con el fin de utilizar plenamente las soluciones disponibles, los fondos de pensiones del Espacio Económico Europeo tendrán que reforzar su capacidad operativa para compensar y gestionar la liquidez y las garantías. El análisis presentado por la AEVM puso de manifiesto que el número de sistemas de planes de pensiones objeto de compensación sigue aumentando, pero el nivel de disponibilidad varía de un sector a otro. Por lo tanto, los sistemas de planes de pensiones y sus miembros compensadores de entidades de contrapartida central necesitarían más tiempo para ultimar las disposiciones necesarias para compensar todos los contratos que entran en su ámbito. También se necesita tiempo para abordar la preparación de liquidez de los sistemas de planes de pensiones, ya que no todos parecen tener una gestión adecuada de la liquidez. En particular, las autoridades nacionales competentes de los Estados miembros con

[34] El EMIR REFIT definió a las pequeñas entidades de contrapartida financieras como entidades cuyo volumen de actividad en los mercados de derivados extrabursátiles es demasiado bajo para plantear un riesgo sistémico importante. Estas entidades de contrapartida están exentas de la obligación de compensación, pero siguen sujetas a la obligación de intercambiar garantías para mitigar cualquier riesgo sistémico. Véase el considerando 7 y el artículo 4, letra a), del el EMIR REFIT.

mercados de sistemas de planes de pensiones más grandes han indicado que se han puesto en marcha iniciativas de supervisión para mejorar esta situación[35]. Por último, la estrategia de la Comisión en materia de compensación atraerá una mayor actividad en las cámaras de compensación con sede en la UE, lo que proporcionará a los sistemas de planes de pensiones un mayor acceso a servicios de compensación competitivos y eficientes.

En conclusión, desde 2019 se han registrado avances sustanciales hacia la compensación centralizada de los sistemas de planes de pensiones, en particular algunos que se han desplazado parcialmente a la compensación centralizada de forma voluntaria. No obstante, es necesario adoptar nuevas medidas operativas. En particular, las entidades de contrapartida central de la UE deben utilizar el tiempo asignado para seguir elaborando sus modelos de acceso facilitado y de transformación de garantías, a fin de aumentar su atractivo para los sistemas de planes de pensiones, en particular los más pequeños, que actualmente parecen más reacios a compensar. Al mismo tiempo, los fondos de pensiones deben garantizar que poseen competencias y capacidades organizativas suficientes para gestionar la compensación de sus carteras de derivados. Por estas razones, la Comisión prorrogará la exención de compensación para los sistemas de planes de pensiones durante un último año. A partir del 19 de junio de 2023, los sistemas de planes de pensiones estarán obligados a compensar en virtud del Reglamento EMIR.

[35]AEVM: *The clearing obligation for pension scheme arrangements* [«La obligación de compensación para los sistemas de planes de pensiones», documento en inglés], 25 de enero de 2022, ESMA70-451-110, apartado 26.