

CAMBIOS EN LOS REFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS

José Carlos Cuevas

Miembro del Steering Committee de EMMI

VP de ASSET

Miembro del Consejo de EACT

El pasado mes de diciembre de 2018 fui nombrado miembro del Euribor Steering Committee del European Money Markets Institute (EMMI) por un plazo de tres años y una eventual extensión por otros tres años.

El European Money Markets Institute (EMMI) es un organismo basado en Bruselas que tiene como cometido la gestión de la tasa Euribor, promoviendo su código de conducta, comprobando su cumplimiento y eficacia y proponiendo los cambios que procedan. A estos efectos tiene también como función primordial la supervisión del mercado.

El Steering Committee de EMMI, queda formado por al menos diez miembros: un Presidente, cinco expertos independientes con trayectoria reconocida y experiencia en mercados financieros y cuatro miembros directamente ligados a las entidades panelistas. Dichos miembros son designados en base a sus méritos personales, deben ser independientes y no sujetos a instrucciones de las empresas u organizaciones a las cuales ellos pertenecen.

En este rol me gustaría destacar los principales puntos que para las corporaciones conlleva la reforma de los benchmark se está produciendo y qué representa, no sólo en lo que toca a los aspectos más inmediatos sino también a aquellos de más calado que sin duda afectarán al día a día de nuestras profesiones en los años venideros.

Empezando de ceros ... ¿qué debe de hacer un responsable financiero ante estos cambios? En primer lugar, entender cómo están impactando al mercado monetario los mismos y en segundo lugar conocerse a sí mismo. Esto es entender nuestra propia compañía y entorno y focalizarnos en aquello que nos afectará en el corto y medio plazo.

En el plan de acción tendremos que tener en cuenta:

- Los contratos anteriores a la reforma (legacy)
- Las nuevas transacciones que surgen durante la misma
- Las actividades fuera del mercado monetario y referenciadas a él de alguna forma
- El perímetro de implementación de los cambios

- El grado de impacto de los cambios en el tipo de referencia en nuestras actividades principales

Es evidente que un cambio como el que estamos presenciando afecta a muchas de las actividades y departamentos de la empresa, pero más en concreto debemos de implicar para su correcta revisión los siguientes aspectos:

- El área de cash management: por lo que toca a los referenciales de precios con entidades financieras o posibles cash pool
- Las operaciones de préstamos entre compañías (precio normal y en especial transfer pricing)
- M&A: Tipo de referencia en valoración de inversiones.
- RRHH: Valoración de fondos de pensiones.
- Legal:
 - Renegociación de contratos “legacy”
 - Cumplimiento de “covenants”
 - Dónde y cómo se seguirán publicándolos IBORs
 - Riesgo de interrupción de contratos y valoración de su impacto
- Contratos con terceras partes:
 - Préstamos (intradía y a plazo)
 - Bonos (FRNs)
 - Consistencia de la cobertura de los riesgos de tipo de interés y cambio por ende
 - Funcionamiento futuro de mercados de futuros y capitales

Pero no todo se queda en el área de finanzas. En nuestras compañías los equipos comerciales se verán afectados en lo que toca a las condiciones que regulan los pagos en mora así como en muchos casos el ajuste de precios en determinadas transacciones comerciales.

Los equipos contables deberán revisar cómo el cambio en los benchmark toca sus valoraciones de activos y compromisos a precios de mercado, cómo calcular el “transfer value” y en general los impactos en hedge accounting que serán complejos y difíciles de valorar ex ante.

Un tema ligado a todo lo anterior que no debemos dejar apartado para el final, es el ligado a los sistemas, en especial a los de tesorería (TMS) y a los ERPs. Migrar los cambios llevará un coste y un tiempo a valorar.

En definitiva ... los financieros tenemos la obligación de comprender y comunicar estos cambios, educando a los equipos sobre los impactos de unos nuevos IBOR y estando en contacto con entidades financieras, agencias de rating y en determinadas ocasiones inversores. Digamos que es lo que toca y somos los mejores colocados para hacerlo.

Intentemos brevemente resumir lo que se ha hecho a efectos de robustecer los tipos de referencia.

Los principios formulados en IOSCO promovieron nuevos estándares intentando evitar y cortar los incidentes de manipulación de los referenciales y conseguir que estos se basaran en transacciones existentes en mercado más que en previsiones y estimaciones. Es por ello que se intentó identificar otros tipos de referencia contruidos de forma diferente representando alternativas a los existentes.

En esa línea se decidió que desde enero 2020 los referenciales que fueran identificados como non-compliant no podrían ser usados en los nuevos contratos.

El primer referencial a tratar era el que toca al corto plazo. Nace con ello el ESTER (Euro Short Term Rate) frente al existente EONIA. Presentamos la comparativa de sus bases de cálculo y racionalidad:

EONIA	Euro short term rate
EUR	EUR
Overnight	Overnight
Unsecured	Unsecured
Transaction Based	Transaction Based
Unstable Panel	Stable Panel
Interbank	Wholesale
Bank Lending	Bank Borrowing
Published on T	Published on T+1

En cualquier caso, su puesta en funcionamiento no debería crear distorsiones en mercado y por ello se recomendó para el periodo de transición usar la metodología EONIA añadiendo un spread hasta diciembre de 2021 frente a reemplazar EONIA por ESTER en las transacciones “legacy” y nuevas. Todo

esto obviamente ha venido acompañado de consultas públicas y análisis detallado de los impactos.

Caso distinto al EONIA es el del EURIBOR. El EMMI trabaja en una metodología híbrida de cálculo que se base en transacciones existentes, pero también en datos suministrados por los panelistas para completar la oferta de plazos necesaria y requerida por el mercado monetario en plazos e importes.

El EMMI ha estado trabajando activamente en detectar las posibles fallas en esta metodología híbrida, así como los impactos en los mercados de derivados y teniendo en cuenta que la nueva tasa sea consistente a nivel legislativo entre las distintas jurisdicciones asegurando una transición razonablemente “fácil”.

El European Central Bank y el EMMI han detectado temas que afectarán a los tesoreros corporativos y que esencialmente vienen definidos en el gráfico siguiente:



Derivados, impactos en contabilidad, revisión de contratos existentes, retrocesiones, compensaciones ... no son pocos y en ningún caso deben ser ignorados. Procede conocer qué se está haciendo, valorar cómo nos afecta y prever cómo actuar antes de que pase. En definitiva:

1. Seguimiento de los desarrollos de los organismos a cargo
2. Actuar; responder a consultas públicas, implementar recomendaciones, elevar problemas ante las autoridades nacionales o comunitarias

3. Analizar los impactos en las infraestructuras operacionales de los mercados ... es decir en nuestro día a día.

En resumen; el financiero corporativo debe entender qué está pasando ... para ello cuenta con instrumentos y posibilidades para estar al tanto y analizar los impactos en nuestras organizaciones.