COMISIÓN
EUROPEA

Bruselas, 12.4.2021
COM(2021) 172 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

sobre si las operaciones que resultan directamente de los servicios de reducción del riesgo postnegociación deberían quedar exentas de la obligación de compensación de los derivados extrabursátiles con arreglo al Reglamento EMIR

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

sobre si las operaciones que resultan directamente de los servicios de reducción del riesgo postnegociación deberían quedar exentas de la obligación de compensación de los derivados extrabursátiles con arreglo al Reglamento EMIR

1. Introducción

El artículo 85, apartado 3, letra c), del Reglamento (UE) n.º 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones[1] (EMIR), modificado por el Reglamento (UE) 2019/834 (EMIR REFIT)[2], exige que la Comisión elabore un informe para el Parlamento y el Consejo sobre si las operaciones que resultan directamente de los servicios de reducción del riesgo postnegociación (servicios RRPN), incluida la compresión de carteras, deberían quedar exentas de la obligación de compensación mencionada en el artículo 4, apartado 1, del EMIR. El informe debe tomar en consideración en qué medida esos servicios mitigan los riesgos, en particular el riesgo de crédito y operativo de las contrapartes, así como el potencial de elusión de la obligación de compensación y el potencial de desincentivo a la compensación centralizada.

El presente informe tiene en cuenta los datos recibidos de un informe de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), las respuestas de las partes interesadas a una consulta pública de la AEVM y una serie de conversaciones celebradas con las partes interesadas. El informe de la AEVM se aprobó el 10 de noviembre de 2020[3]; fue preparado en cooperación con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)[4] y toma en consideración los resultados de una consulta pública[5].

2. ¿Qué son los servicios de reducción del riesgo postnegociación?

No hay una definición armonizada o generalizada de los servicios RRPN. Sin embargo, existen algunas características comunes que permiten describir estos servicios, de manera no exhaustiva, como procedimientos o mecanismos mediante los cuales las contrapartes

---

1 DO L 201 de 27.7.2012, p. 1.

2 DO L 142 de 28.5.2019, p. 42.

3 AEVM, Informe a la Comisión Europea *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* (Informe relativo a los servicios de reducción del riesgo postnegociación en relación con la obligación de compensación [Artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR]), 10 de noviembre de 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu).

4 JERS, *ESRB opinion on ESMA's report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* (Dictamen del JERS sobre el informe de la AEVM relativo a los servicios de reducción del riesgo postnegociación en relación con la obligación de compensación [Artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR]), 12 de junio de 2020, ESRB opinion on ESMAs report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (europa.eu).

5 JERS, *Consultation Paper, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* (Documento de consulta, Informe relativo a los servicios de reducción del riesgo postnegociación en relación con la obligación de compensación [Artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR]), 26 de marzo de 2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

reducen uno o más tipos de riesgos de una cartera, a la vez que se mantiene una exposición neutral al mercado y con la intervención de un proveedor de servicios RRPN como tercero.

El único servicio RRPN definido en el Derecho europeo es la compresión de carteras, que se describe como *un servicio de reducción del riesgo en el cual dos o más contrapartes rescinden total o parcialmente algunos o todos los derivados presentados por esas contrapartes para su inclusión en la compresión de carteras y sustituyen los derivados rescindidos por otros derivados cuyo valor nocional conjunto es inferior al valor nocional conjunto de los derivados rescindidos*[6].

La AEVM se centró en dos servicios RRPN: la compresión y el reequilibrado de carteras. En su informe, la AEVM resume las principales características de ambos servicios (véase el siguiente cuadro).

	Compresión de carteras	**Reequilibrado de carteras**
Objetivo principal	Reducir primero el importe nocional pendiente y el número de transacciones para que, de este modo, disminuya el riesgo operativo.	Reducir el riesgo de crédito de contraparte.
Mecanismo	Rescindir total o parcialmente operaciones y (si procede) sustituir los derivados rescindidos por otras operaciones, a menudo con un importe nocional reducido.	Inyectar nuevas operaciones para reducir el riesgo de la cartera. No se rescinde ni se sustituye ninguna operación y el importe nocional se incrementa en lugar de reducirse.
Cartera subyacente	Cartera compensada o no compensada.	Carteras no compensadas o mixtas.
Neutralidad del mercado	Las operaciones se ejecutan aplicando tolerancias simétricas para todos los participantes.	Se garantiza la neutralidad del mercado mediante la inserción de niveles de exposición idénticos en la compra y la venta.

Fuente: Informe de la AEVM relativo a los servicios de reducción del riesgo postnegociación en relación con la obligación de compensación [Artículo 85, apartado 3,

[6] Artículo 2, apartado 1, punto 47, del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012, DO L 173 de 12.6.2014, p. 84.

letra a), del EMIR], 10 de noviembre de 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), p. 14.

A raíz de lo anterior surgen varias cuestiones. Primero, las definiciones de compresión y reequilibrado de carteras que figuran en el informe de la AEVM son amplias y descriptivas. Sin embargo, habría que formular cuidadosamente cualquier posible exención. Tampoco queda clara su relación con la definición de «compresión de carteras» que ya figura en el acervo. Segundo, a pesar de que los servicios RRPN existen desde hace ya algunos años, aún se están desarrollando. Además, no se emplean de manera aislada, sino que se pueden combinar, y es, en la práctica, lo que se suele hacer. Por ejemplo, parece que es habitual comprimir las carteras de derivados extrabursátiles mediante ejercicios de reequilibrado de carteras y, de esta manera, hacer uso de una combinación de ambos servicios. Esto podría modificar las consecuencias, incluidas las que se examinan en este informe. Cuanto mayores sean las tolerancias al riesgo aplicadas en la compresión de carteras, más variarán las características de un ejercicio con un riesgo generalmente neutral y más probable será que este ejercicio tenga efectos comparables a los del reequilibrado de carteras.

3. **Informe de la AEVM**

El informe de la AEVM se centra en la compresión y la optimización / el reequilibrado de carteras. Concluye que la compresión y la optimización / el reequilibrado de carteras son herramientas de utilidad para gestionar el riesgo en carteras tanto compensadas como no compensadas.

De acuerdo con la AEVM, las cifras actuales sobre la compresión no permiten evaluar en qué medida la obligación de compensación ha supuesto un obstáculo para los servicios RRPN, dado que se realizan de conformidad con las exigencias reglamentarias vigentes. Según la AEVM, esto implica que en la compresión y el reequilibrado se recurre a operaciones más complejas con el fin de eludir la obligación de compensación.

Asimismo, la AEVM concluye que dejar exentas ciertas operaciones que resultan de la compresión de carteras y de los ejercicios de reequilibrado ayudaría a incrementar el uso de estos servicios RRPN y contribuiría a reducir el riesgo. La AEVM considera que una exención de este tipo permitiría comprimir más fácilmente las operaciones preexistentes y podría aumentar la participación en los servicios RRPN de las contrapartes actualmente menos interesadas en participar, además de reducir la complejidad en el mercado mediante la utilización de operaciones más simples para llevar a cabo el reequilibrado.

La AEVM considera que, a falta de pruebas o argumentos concluyentes que demuestren lo contrario, los efectos positivos tienen más peso que, entre otras cosas, el incremento de la carga operativa para los operadores y reguladores del mercado, y el aumento del riesgo bruto en los conjuntos de operaciones compensables que no se compensen (en el caso del reequilibrado de carteras). Además, la AEVM señala que el simple acto de conceder a las operaciones RRPN una exención de la obligación de compensación cuando se trate de carteras de operaciones sin compensar no reduciría la cantidad de operaciones compensadas con las entidades de contrapartida central (ECC) porque, de otro modo,

estas operaciones no existirían. De hecho, según la AEVM, actualmente el riesgo en las carteras quedaría compensado si se utilizasen instrumentos que no estén sujetos a la obligación de compensación. Por consiguiente, la AEVM estima que una exención de la obligación de compensación permitiría compensar el riesgo con contratos normalizados que, de otro modo, estarían sujetos a la obligación de compensación y que presentan un riesgo menor que los instrumentos empleados actualmente. Esto, a su vez, reduciría el riesgo de las carteras comprimidas o reequilibradas no compensadas.

Para evitar que se haga un uso indebido de esta exención de la obligación de compensación, la AEVM sugiere que se establezcan una serie de requisitos para la prestación de servicios RRPN[7] y que se exija el cumplimiento de ciertas condiciones para poder beneficiarse de dicha exención, distinguiendo entre las condiciones para la compresión de carteras, por un lado[8], y para el reequilibrado de carteras, por otro[9]. Así, la exención sugerida es más limitada en el caso de la compresión de carteras, donde la exención de la obligación de compensación solo se aplicaría a las operaciones RRPN que resulten directamente de la compresión de operaciones no compensadas (principalmente operaciones preexistentes, esto es, operaciones sin compensar actualmente pero que técnicamente están sujetas a la obligación de compensación, y operaciones de reequilibrado). En el caso del reequilibrado de carteras, la exención se aplicaría de manera más extensa, dado que la AEVM propone que se eximan las operaciones que resulten del reequilibrado de carteras no compensadas, así como aquellas que resulten de carteras mixtas compuestas por operaciones tanto compensadas de forma centralizada como no compensadas. Esta aplicación más amplia de la exención permitiría gestionar el riesgo de las carteras, lo que afectaría a los derivados extrabursátiles ya compensados de forma centralizada.

4. **Evaluación de la Comisión**

Con el fin de tomar una decisión fundamentada sobre si cualquier operación que resulte directamente de los servicios RRPN debería quedar exenta de la obligación de compensación, el artículo 85, apartado 3, letra c), del EMIR exige que la Comisión tenga en cuenta los tres aspectos siguientes:

---

7 AEVM, Informe a la Comisión Europea *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* (Informe relativo a los servicios de reducción del riesgo postnegociación en relación con la obligación de compensación [Artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR]), 10 de noviembre de 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Informe final sobre los servicios de reducción del riesgo postnegociación – Artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR (europa.eu), capítulo 8.1, apartado 332.

8 AEVM, Informe a la Comisión Europea, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, (Informe relativo a los servicios de reducción del riesgo postnegociación en relación con la obligación de compensación [Artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR]), 10 de noviembre de 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 ESMA70-156-3351 Informe final sobre los servicios de reducción del riesgo postnegociación – Artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR (europa.eu), capítulo 8.2, apartados 333 a 338.

9 AEVM, Informe a la Comisión Europea, *Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))* (Informe relativo a los servicios de reducción del riesgo postnegociación en relación con la obligación de compensación [Artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR]), 10 de noviembre de 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 ESMA70-156-3351 Informe final sobre los servicios de reducción del riesgo postnegociación – Artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR (europa.eu), capítulo 8.3, apartados 339 a 347.

a) la medida en que los servicios RRPN mitigan los riesgos, en particular el riesgo de crédito y operativo de las contrapartes;
b) el potencial de elusión de la obligación de compensación si se concediese una exención;
c) el potencial de desincentivo a la compensación centralizada si se concediese una exención.

Además, dado que la obligación de compensación se impuso a raíz de un compromiso internacional del G-20 para contribuir a crear mercados más seguros y resilientes, este informe también tiene en cuenta las pruebas cuantitativas de los beneficios de los servicios RRPN y de los posibles riesgos nuevos que podría causar la introducción de esta exención.

a. Medida en que los servicios RRPN mitigan los riesgos, en particular el riesgo de crédito y operativo de las contrapartes

Se entiende, en general, que la finalidad de los servicios RRPN es reducir el riesgo global de la cartera y que todas las operaciones de reducción del riesgo deben reducir el riesgo bilateral en la cartera en la que se incluyan.

En primer lugar, en lo referente a la compresión de carteras, la AEVM indica que el objetivo de estos servicios es reducir el número de contratos, el importe nocional bruto u otras medidas del riesgo sin que el riesgo de mercado de la cartera se vea afectado significativamente. En última instancia, esto podría reducir los riesgos sistémicos al disminuirse el número de operaciones, transacciones y/o la exposición nocional entre las contrapartes. Esto va en consonancia con la labor internacional; por ejemplo, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) describe el resultado de la compresión como *un riesgo operativo reducido para los participantes en el mercado que puede, a su vez, disminuir el riesgo sistémico y mejorar la estabilidad general del mercado financiero*[10].

En el EMIR se reconoce la función de la compresión de carteras. El artículo 11, apartado 1, letra b), del EMIR, en relación con el artículo 14 del Reglamento Delegado 149/2013 de la Comisión[11], reconoce que la compresión de carteras reduce el riesgo y la exige para los derivados extrabursátiles no compensados de forma centralizada. El considerando 30 de dicho Reglamento Delegado establece lo siguiente: *La compresión de carteras puede ser también una herramienta eficaz de reducción del riesgo en función de circunstancias tales como el volumen de la cartera con una contraparte, el plazo de vencimiento, la finalidad y el grado de*

[10] FR09/2015, 28 de enero de 2015, p. 13, *FR01/2015 Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives* (Normas de reducción del riesgo para derivados extrabursátiles no compensados de forma centralizada) (iosco.org).

[11] Reglamento Delegado (UE) n.º 149/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta, la obligación de compensación, el registro público, el acceso a la plataforma de negociación, las contrapartes no financieras y las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central, DO L 052 de 23.2.2013, p. 11.

normalización de los contratos de derivados extrabursátiles. Las contrapartes financieras y no financieras que tengan una cartera de contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una ECC por encima del nivel determinado en el presente Reglamento deben disponer de procedimientos para analizar la posibilidad de recurrir a la compresión de carteras para reducir su riesgo de crédito de contraparte.

En segundo lugar, la AEVM señala que la finalidad del reequilibrado de carteras consiste en reducir los desequilibrios entre carteras generados por la imposibilidad de compensar los riesgos de crédito de operaciones compensadas frente a operaciones bilaterales entre distintas clases de activos no aptos para compensación. Así, el reequilibrado de carteras se basa en introducir nuevos derivados extrabursátiles para reducir el riesgo de contraparte mediante la reducción de un determinado riesgo (como el riesgo de tipo de interés o de tipo de cambio) que se haya detectado entre dos contrapartes, sin modificar las operaciones en la cartera subyacente. Los participantes en el mercado lo conciben como una forma de reducir el riesgo sistémico a través de la disminución de la exposición global en el mercado entre contrapartes.

No obstante, ambos servicios presentan limitaciones en determinados aspectos de su capacidad de reducción de riesgos. Los ejercicios de reequilibrado no reducirán necesariamente los riesgos operativos, dado que los nuevos derivados extrabursátiles que se introduzcan (y que puedan permanecer en el ámbito bilateral gracias a una exención) podrían generar riesgos operativos adicionales. Además, incluso aunque el uso de derivados extrabursátiles simples en lugar de derivados más complejos para sustituir o modificar operaciones en un ejercicio de reequilibrado de carteras reduce el riesgo de la parte no compensada, esa porción de derivados extrabursátiles no está gestionada por ECC, lo que incrementa el riesgo en el sistema combinado. De hecho, si estos derivados extrabursátiles quedan exentos de la obligación de compensación, no se beneficiarían de la gestión de riesgos que ofrece la compensación centralizada. Esto podría aumentar el riesgo global tanto en la parte compensada de forma centralizada como en la parte no compensada, incluso allí donde se hubiera reducido en cierta medida el riesgo de la parte no compensada con un ejercicio de reequilibrado.

Los datos proporcionados por la AEVM ilustran el uso extendido de la compresión y el reequilibrado de carteras en el sector. Sin embargo, el informe no cuantifica la reducción del riesgo (riesgo de crédito y operativo de las contrapartes) que estos servicios generan. La evaluación se basa más en un análisis teórico exhaustivo que en datos empíricos, que podrían permitir un análisis más integral y la detección de posibles cambios en el riesgo. Con todo, cabe reconocer que no es sencillo efectuar un análisis de esta naturaleza, dado que todavía no hay una exención en vigor; no obstante, un estudio cuantitativo de exenciones similares en países terceros, que la AEVM menciona en el anexo de su informe, podría arrojar algo más de luz sobre el asunto. Si bien el reequilibrado de carteras reduce el riesgo en las propias carteras

reequilibradas, parece complicado evaluar la reducción global del riesgo desde un punto de vista más sistémico. A pesar de que la AEVM ha presentado un análisis teórico riguroso de los problemas potenciales y ha proporcionado algunos datos relativos al uso de estos servicios, (aún) no está lo suficientemente claro que las ventajas de eximir de la obligación de compensación las operaciones que resultan de los servicios RRPN sean mayores que los posibles riesgos.

b. Potencial de elusión de la obligación de compensación

El artículo 85, apartado 3, letra c), del EMIR exige que en el informe de la Comisión Europea se tenga en cuenta si una exención de la obligación de compensación para los servicios RRPN conllevaría un potencial de elusión de la obligación de compensación.

Por un lado, la AEVM señala que actualmente los servicios RRPN eluden la obligación de compensación asegurándose de que las operaciones resultantes no pertenecen a una categoría de derivados extrabursátiles sujeta a la obligación de compensación; por ejemplo, optarán por opciones sobre permutas más complejas en lugar de por derivados simples. Si estos derivados que resultan de los servicios RRPN quedasen exentos de la obligación de compensación en el futuro, las contrapartes que participan en los servicios RRPN podrían emplear estos instrumentos más simples y normalizados. Según la AEVM, es poco probable que una exención de esta naturaleza lleve a la elusión de la obligación de compensación, dado que estos derivados nunca habrían existido de no haberse concedido la exención. Solo sería posible usarlos para fines de RRPN en la parte no compensada de forma centralizada en caso de que se aprobase la exención. La AEVM concibe estas operaciones de derivados como puramente «administrativas»; no se efectuarían por ningún otro motivo. Según la AEVM, una exención no incentivaría a los participantes en el mercado a recurrir a esta técnica para eludir la compensación centralizada, ya que no afectaría a los derivados extrabursátiles sujetos a la obligación de compensación que resultan de actividades comerciales ordinarias.

Por otro lado, algunas partes interesadas observan que una exención de la obligación de compensación ofrecería grandes posibilidades al arbitraje regulador y a los negociantes más astutos para extraer aquellos derivados extrabursátiles que se encuentran actualmente en carteras compensadas e incluirlos en la parte no compensada. Esto podría incentivar la elusión de la obligación de compensación y aumentaría el riesgo en lugar de reducirlo.

Para evitar tales formas de eludir la obligación de compensación, la AEVM recomienda que se determinen las condiciones necesarias para cualquier exención de la obligación de compensación. Dichas condiciones podrían limitar las exenciones a determinados derivados extrabursátiles, como las operaciones preexistentes, o a ciertos servicios RRPN. La AEVM también sugiere que se introduzcan algunos requisitos para los servicios RRPN, por ejemplo, que sean neutrales al riesgo de

mercado, reduzcan el riesgo bilateral en la cartera en que se incluyan y que los preste un proveedor de servicios independiente.

A pesar de que los requisitos y las condiciones para la exención de la obligación de compensación que la AEVM propone podrían limitar las posibilidades de recurrir a dicha exención para eludir la obligación de compensación, es necesario llevar a cabo un análisis más profundo al respecto. En concreto, la idea de incluir carteras de derivados extrabursátiles mixtas (compensadas de forma centralizada y no compensadas) en los servicios de reequilibrado de carteras que se benefician de la exención de la obligación de compensación y combinar los servicios RRPN en la parte sin compensar con operaciones para desplazar el riesgo a la compensación centralizada (véase el final de la sección 3) modificaría la relación entre la parte compensada de forma centralizada y la parte no compensada, así como el hecho de que se debería recurrir a diferentes herramientas de reducción del riesgo en la parte compensada de forma centralizada y la parte no compensada.

Cabría considerar un análisis más profundo de los posibles cambios de liquidez de la parte compensada de forma centralizada a la parte no compensada.

c. Potencial de desincentivo a la compensación centralizada

El mercado se encuentra dividido en cuanto al potencial de desincentivo a la compensación centralizada que podría resultar de eximir de la obligación de compensación a las operaciones que resultan de los servicios RRPN. Así, la AEVM concluye que, a pesar de la falta de pruebas que apunten a un posible riesgo de desincentivo a la obligación de compensación, conviene vigilar esto de cerca para garantizar que, en caso de aparecer algún riesgo, este se aborde a través de una mayor regulación y/o de medidas de supervisión adicionales.

Si en el futuro la exención de la obligación de compensación representase una opción más barata que permitiese reducir el capital y los costes marginales para la cobertura de operaciones en el ámbito bilateral, podría generarse un desincentivo a la compensación centralizada. En tales circunstancias, compensar las operaciones bilaterales solo aumentaría su viabilidad económica en términos de capital y de costes marginales cuanto mayor sea el conjunto de operaciones compensables.

La compensación centralizada voluntaria indica que este desincentivo potencial no desaparece completamente. Es bastante evidente que, si las contrapartes que podrían compensar de forma centralizada un derivado extrabursátil prefieren no hacerlo, es porque la compensación bilateral les resulta razonable económicamente. Además, una disminución potencial de la liquidez desincentivaría la participación en la compensación centralizada.

No se pueden sacar conclusiones claras acerca de si los servicios RRPN contribuyen a desincentivar la compensación. Teniendo en cuenta los puntos de vista divergentes de las partes interesadas y el informe de la AEVM, convendría que la AEVM prosiga sus análisis, en especial en lo relativo al impacto sobre los incentivos para la

compensación centralizada que se ven reforzados cuando hay una mayor liquidez en la parte compensada de forma centralizada.

5. Conclusión

En el EMIR, los colegisladores optaron por establecer la compensación centralizada como elemento fundamental de los compromisos del G-20, partiendo de que debería ser la principal herramienta de reducción del riesgo para los derivados extrabursátiles simples sujetos a la obligación de compensación. Se debería recurrir a otras técnicas de reducción del riesgo de menor alcance para otros derivados extrabursátiles que no estén sujetos a la obligación de compensación. Tanto la compensación centralizada como los servicios RRPN se desarrollan en sus ámbitos respectivos. Por lo general, algunos derivados extrabursátiles solo deberían quedar exentos de la obligación de compensación cuando los riesgos de conceder esta exención sean inferiores a los riesgos de mantener la situación actual.

La AEVM, en colaboración con la JERS, ha efectuado un análisis amplio y exhaustivo de los servicios RRPN. Sin embargo, algunas cuestiones importantes aún están pendientes de resolver. En particular, es necesario llevar a cabo un análisis y una evaluación cuantitativos más profundos de algunos aspectos del informe para que la Comisión pueda tomar decisiones más fundamentadas sobre cualquier posible propuesta de cambio legislativo.

En concreto, es necesario ahondar en las siguientes cuestiones:

- la definición de los servicios RRPN, por ejemplo, determinar cómo se pueden definir con mayor precisión los distintos tipos de servicios RRPN;
- las posibles interconexiones entre los servicios RRPN y las consecuencias que su uso combinado podría conllevar para los aspectos mencionados en el presente informe;
- la importancia del riesgo de elusión de la obligación de compensación, sobre todo de aquellas prácticas de mercado a las que se podría recurrir para llevar a cabo esta elusión;
- las condiciones que podrían limitar el riesgo de este uso indebido de una posible exención de la obligación de compensación;
- los incentivos para la compensación centralizada, teniendo en cuenta una posible exención de la obligación de compensación;
- la evaluación de posibles cambios de liquidez de la parte compensada de forma centralizada a la parte no compensada.

Si se continúa trabajando en las cuestiones anteriores, especialmente en la definición de los servicios RRPN y la recopilación de más pruebas cuantitativas, será posible evaluar de manera más exhaustiva y completa estos aspectos. Los resultados podrían incorporarse en el informe general de evaluación del EMIR, que debería presentarse al Parlamento Europeo y al Consejo para el 18 de junio de 2024[12].

[12] Artículo 85, apartado 1, 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.