COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 12.4.2021
COM(2021) 172 final

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

sull'opportunità di concedere l'esenzione dall'obbligo di compensazione per i derivati OTC prevista dall'EMIR alle operazioni che derivano direttamente dai servizi di riduzione del rischio post-negoziazione

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

sull'opportunità di concedere l'esenzione dall'obbligo di compensazione per i derivati OTC prevista dall'EMIR alle operazioni che derivano direttamente dai servizi di riduzione del rischio post-negoziazione

1. Introduzione

A norma dell'articolo 85, paragrafo 3, lettera c), del regolamento (UE) n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni[1] (EMIR), modificato dal regolamento (UE) n. 2019/834 (EMIR REFIT)[2], la Commissione è tenuta a riferire al Parlamento e al Consiglio se le operazioni che derivano direttamente da servizi di riduzione del rischio post-negoziazione (servizi PTRR), compresa la compressione del portafoglio, debbano essere esentate dall'obbligo di compensazione di cui all'articolo 4, paragrafo 1, dell'EMIR. La relazione dovrebbe tenere conto della misura in cui tali servizi attenuano il rischio, soprattutto il rischio di credito di controparte e il rischio operativo, della potenziale elusione dell'obbligo di compensazione e della potenziale disincentivazione della compensazione centrale.

La presente relazione tiene conto del contributo ricevuto da una relazione dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), delle risposte dei portatori di interessi alla consultazione pubblica dell'ESMA e delle discussioni con i portatori di interessi. La relazione dell'ESMA è stata adottata il 10 novembre 2020[3]; è stata preparata in collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS)[4] e tiene conto dei risultati di una consultazione pubblica[5].

2. Che cosa sono i servizi di riduzione del rischio post-negoziazione?

Non esiste una definizione armonizzata o diffusa di servizi PTRR. Tuttavia vi sono alcune caratteristiche comuni che consentirebbero di descrivere, in modo non esaustivo, i servizi PTRR come procedure o meccanismi mediante i quali le controparti riducono uno o più tipi di rischi di un portafoglio, mantenendo neutrale la loro esposizione al mercato e con l'intervento di un fornitore di servizi PTRR in qualità di terzo.

L'unico servizio PTRR definito nel diritto europeo è la compressione del portafoglio ovvero "*un servizio di riduzione del rischio in cui due o più controparti terminano, in tutto o in parte, alcuni o tutti gli strumenti derivati da esse presentati in vista della loro*

---

1 GU L 201 del 27.7.2012, pag. 1.
2 GU L 142 del 28.5.2019, pag. 42.
3 ESMA, *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351. ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu).
4 CERS, *ESRB opinion on ESMA's report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (Article 85(3a) EMIR)*, 12 giugno 2020, ESRB opinion on ESMAs report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (europa.eu).
5 ESMA, *Consultation Paper, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 26 marzo 2020, ESMA70-151-2852, esma70-151-2852_consultation_report_ptrr_services_-_article_853a_of_emir.pdf (europa.eu).

inclusione nella compressione del portafoglio e li sostituiscono con un altro strumento derivato il cui valore nozionale combinato è inferiore a quello dei derivati terminati"[6].

L'ESMA si è concentrata su due servizi PTRR: la compressione del portafoglio e il ribilanciamento del portafoglio. L'ESMA ne riassume le principali caratteristiche (cfr. tabella seguente) nella sua relazione.

	Compressione del portafoglio	**Ribilanciamento del portafoglio**
Obiettivo principale	In linea di principio, ridurre l'importo nozionale in essere e il numero di operazioni e, di conseguenza, il rischio operativo.	Ridurre il rischio di credito di controparte.
Meccanismo	Terminare, in tutto o in parte, le operazioni e (eventualmente) sostituire i derivati terminati con nuove operazioni spesso con nozionale ridotto.	Inserimento di nuove operazioni per ridurre il rischio del portafoglio. Nessuna operazione è terminata e sostituita e il nozionale è aumentato piuttosto che diminuito.
Portafoglio sottostante	Portafoglio compensato o non compensato.	Portafogli non compensati o misti.
Neutralità di mercato	Operazioni eseguite applicando tolleranze simmetriche a tutti i partecipanti.	La neutralità di mercato è garantita mediante l'inserimento di importi uguali per le esposizioni in acquisto e in vendita.

Sulla base della relazione dell'ESMA alla Commissione europea dal titolo "Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))", del 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), pag. 14.

Ciò solleva diverse questioni. In primo luogo, la descrizione di compressione del portafoglio e quella di ribilanciamento del portafoglio contenute nella relazione dell'ESMA sono ampie e descrittive. Qualsiasi potenziale esenzione dovrebbe tuttavia essere attentamente inquadrata. Inoltre non è chiaro in che modo si rapportino con la

[6] Articolo 2, paragrafo 1, punto 47, del Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 84).

definizione di compressione del portafoglio nell'acquis. In secondo luogo, sebbene esistano da diversi anni, i servizi PTRR sono ancora in fase di sviluppo. Inoltre non sono utilizzati isolatamente ma possono, come spesso accade, essere combinati. Ad esempio, sembra essere prassi comune comprimere i portafogli di derivati OTC a seguito di esercizi di ribilanciamento dei portafogli e pertanto utilizzare in modo combinato entrambi i servizi. Questa prassi può modificare gli impatti, compresi quelli esaminati nella presente relazione. Quanto più grandi le tolleranze al rischio applicate alla compressione del portafoglio, tanto più un esercizio normalmente neutrale al rischio ne modifica le caratteristiche, e potrebbe avere effetti simili al ribilanciamento del portafoglio.

3. Relazione dell'ESMA

La relazione dell'ESMA si concentra sulla compressione del portafoglio e sull'ottimizzazione/ribilanciamento del portafoglio, giungendo alla conclusione che la compressione e l'ottimizzazione/ribilanciamento del portafoglio sono strumenti utili per gestire il rischio sia nei portafogli compensati che in quelli non compensati.

Secondo l'ESMA i dati attuali sulla compressione non consentono di valutare in che misura l'obbligo di compensazione abbia ostacolato i servizi PTRR, in quanto vengono prestati conformemente ai vigenti requisiti normativi. L'ESMA ritiene che ciò implichi che per la compressione e il ribilanciamento siano utilizzate operazioni più complesse al fine di evitare l'obbligo di compensazione.

L'ESMA giunge inoltre alla conclusione che l'esenzione di talune operazioni derivanti dall'esercizio di compressione e di ribilanciamento del portafoglio contribuirebbe ad aumentare l'utilizzo dei servizi PTRR e a ridurre i rischi. L'ESMA ritiene che l'esenzione consentirebbe una maggiore facilità di compressione delle operazioni pregresse, potrebbe aumentare la partecipazione ai servizi PTRR da parte delle controparti che oggi sono meno interessate e ridurre la complessità del mercato con il ricorso a operazioni più semplici per il ribilanciamento.

L'ESMA ritiene che, in assenza di prove convincenti o di argomentazioni contrarie, gli effetti positivi siano superiori, tra l'altro, all'aumento dell'onere operativo per i partecipanti al mercato e le autorità di regolamentazione, oltre che all'aumento del rischio lordo negli insiemi di attività non compensati (in caso di ribilanciamento del portafoglio). L'ESMA osserva inoltre che la mera esenzione delle operazioni PTRR dall'obbligo di compensazione quando si riferiscono a portafogli di operazioni non compensati non ridurrebbe il volume delle operazioni compensate tramite controparte centrale (CCP) in quanto tali operazioni non esisterebbero altrimenti. In effetti, secondo l'ESMA, il rischio nei portafogli sarebbe attualmente compensato mediante strumenti non soggetti all'obbligo di compensazione. Pertanto, a parere dell'ESMA, l'esenzione dall'obbligo di compensazione consentirebbe di compensare il rischio con contratti standardizzati che altrimenti sarebbero soggetti all'obbligo di compensazione e che sono meno rischiosi degli strumenti attualmente utilizzati. Ciò ridurrebbe a sua volta il rischio di portafogli non compensati sottoposti a compressione o ribilanciamento.

Per evitare che l'esenzione dall'obbligo di compensazione sia utilizzata impropriamente, l'ESMA suggerisce una serie di requisiti per la prestazione dei servizi PTRR[7] e alcune condizioni per beneficiare dell'esenzione dall'obbligo di compensazione, distinguendo tra le condizioni per la compressione del portafoglio da un lato[8] e le condizioni per il ribilanciamento dall'altro[9]. L'esenzione proposta è pertanto più ristretta per la compressione del portafoglio, in quanto si applicherebbe solo alle operazioni PTRR derivanti direttamente dalla compressione delle operazioni non compensate (principalmente operazioni pregresse, ossia operazioni che oggi non sono compensate ma sarebbero tecnicamente soggette all'obbligo di compensazione e operazioni di ribilanciamento). Per quanto riguarda il ribilanciamento del portafoglio, l'esenzione avrebbe un'applicazione più estesa, in quanto l'ESMA propone di esentare le operazioni derivanti dal ribilanciamento dei portafogli non compensati e quelle derivanti da portafogli misti composti da operazioni compensate e non compensate a livello centrale. Questa più ampia applicazione dell'esenzione consentirebbe di gestire il rischio tra i portafogli, con ripercussioni sui derivati OTC già compensati a livello centrale.

4. Valutazione della Commissione

Al fine di prendere una decisione informata sull'opportunità di esentare le operazioni derivanti direttamente da servizi PTRR dall'obbligo di compensazione, ai sensi dell'articolo 85, paragrafo 3, lettera c), dell'EMIR, la Commissione deve tener conto dei tre aspetti seguenti:

a) la misura in cui i servizi PTRR attenuano il rischio, soprattutto il rischio di credito di controparte e il rischio operativo;
b) la potenziale elusione dell'obbligo di compensazione in caso di concessione dell'esenzione;
c) la potenziale disincentivazione della compensazione centrale in caso di concessione dell'esenzione.

Inoltre, dato che l'obbligo di compensazione è stato introdotto a seguito di un impegno internazionale del G20 volto a contribuire a mercati più sicuri e resilienti, la presente relazione esamina anche le prove quantitative sui vantaggi dei servizi PTRR e sull'eventualità che l'introduzione dell'esenzione possa comportare nuovi rischi.

---

7 ESMA, *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), capitolo 8.1, paragrafo 332.

8 ESMA, *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), capitolo 8.2, paragrafi da 333 a 338.

9 ESMA, *Report to the European Commission, Report on post trade risk reduction services with regards to the clearing obligation (EMIR Article 85(3a))*, 10 novembre 2020, ESMA70-156-3351, ESMA70-156-3351 Final Report PTRR Services - Article 85(3a) of EMIR (europa.eu), capitolo 8.3, paragrafi da 339 a 347.

a. Misura in cui i servizi PTRR attenuano il rischio, soprattutto il rischio di credito di controparte e il rischio operativo

È generalmente inteso che i servizi PTRR mirano a ridurre il rischio nel portafoglio complessivo e che tutte le operazioni di riduzione del rischio devono ridurre il rischio bilaterale nel portafoglio in cui sono registrate.

In primo luogo, per quanto riguarda la compressione del portafoglio, l'ESMA indica che tali servizi mirano a ridurre il numero di contratti, il nozionale lordo o qualsiasi altra misura del rischio senza incidere in misura rilevante sul rischio di mercato del portafoglio. Ciò potrebbe in ultima analisi ridurre i rischi sistemici, riducendo il numero di operazioni, voci e/o l'esposizione nozionale tra le controparti. Ciò è in linea con il lavoro svolto a livello internazionale, ad esempio l'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (IOSCO) descrive il risultato della compressione come un minore rischio operativo per i singoli partecipanti al mercato, che a sua volta può ridurre il rischio sistemico e rafforzare la stabilità complessiva dei mercati finanziari[10].

Il ruolo della compressione del portafoglio è riconosciuto nell'EMIR. L'articolo 11, paragrafo 1, lettera b), dell'EMIR, in combinato disposto con l'articolo 14 del regolamento delegato (UE) n. 149/2013 [11] della Commissione, riconosce che la compressione del portafoglio attenua il rischio e la impone per i derivati OTC non compensati a livello centrale. Il considerando 30 del predetto regolamento delegato così recita: "*A seconda delle circostanze, quali dimensione del portafoglio con la controparte e scadenza, finalità e grado di standardizzazione dei contratti derivati OTC, anche la compressione del portafoglio può costituire uno strumento efficace di attenuazione del rischio. Le controparti finanziarie e le controparti non finanziarie che detengono un portafoglio di contratti derivati OTC non compensati mediante CCP al di sopra del livello fissato dal presente regolamento devono predisporre procedure atte a vagliare l'ipotesi di ricorrere alla compressione del portafoglio per ridurre il rischio di controparte.*"

In secondo luogo, l'ESMA indica che il ribilanciamento del portafoglio mira a ridurre gli squilibri all'interno dei portafogli dovuti all'impossibilità di compensare le esposizioni creditizie delle operazioni compensate con operazioni bilaterali su diverse categorie di attività che non sono ammissibili alla compensazione. In quanto tale, il ribilanciamento del portafoglio si basa sulla stipula di nuovi derivati OTC per ridurre il rischio di controparte riducendo un determinato rischio (ossia il rischio di cambio o di tasso di interesse) individuato tra due controparti senza modificare le

---

10 FR09/2015, 28 gennaio 2015, pag. 13, FR01/2015 Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives (iosco.org).

11 Regolamento delegato (UE) n. 149/2013 della Commissione, del 19 dicembre 2012, che integra il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione su accordi di compensazione indiretti, obbligo di compensazione, registro pubblico, accesso alla sede di negoziazione, controparti non finanziarie, tecniche di attenuazione dei rischi per i contratti derivati OTC non compensati mediante controparte centrale (GU L 052 del 23.2.2013, pag. 11).

operazioni del portafoglio sottostante. Per i partecipanti al mercato questo modo è il modo per ridurre il rischio sistemico riducendo l'esposizione complessiva sul mercato tra le controparti.

Tuttavia la capacità di entrambi questi servizi di ridurre i rischi è limitata sotto alcuni aspetti. Gli esercizi di ribilanciamento non ridurrebbero necessariamente i rischi operativi, in quanto i nuovi derivati OTC stipulati (e autorizzati con un'esenzione a rimanere nella sfera bilaterale) potrebbero determinare ulteriori rischi operativi. Inoltre, anche se l'utilizzo di derivati OTC plain vanilla, anziché derivati più complessi, per sostituire o modificare le operazioni nell'ambito di un esercizio di ribilanciamento del portafoglio, riduce il rischio nello spazio non compensato, tale parte di derivati OTC non sarebbe gestita mediante CCP, il che potrebbe aumentare il rischio nel sistema combinato. Infatti, se esenti dall'obbligo di compensazione, tali derivati OTC non beneficerebbero dalla gestione dei rischi offerta dalla compensazione centrale. Ciò potrebbe aumentare il rischio complessivo nello spazio compensato a livello centrale e nello spazio non compensato combinati, anche qualora il rischio nello spazio non compensato fosse in qualche misura ridotto dall'esercizio di ribilanciamento.

I dati forniti dall'ESMA illustrano l'uso diffuso della compressione e del ribilanciamento dei portafogli da parte degli operatori del settore. La relazione non quantifica tuttavia l'attenuazione del rischio (rischio di credito di controparte e rischio operativo) fornita da tali servizi. La valutazione si basa su una valutazione teorica approfondita piuttosto che su dati empirici, che potrebbero consentire un'analisi più olistica e l'individuazione di potenziali spostamenti del rischio. Occorre tuttavia riconoscere che una tale valutazione non è facile, dato che l'esenzione non è ancora in vigore, ma una valutazione quantitativa di esenzioni simili in vigore in paesi terzi, cui l'ESMA fa riferimento nell'allegato della sua relazione, potrebbe fare ulteriore chiarezza. Se da un lato il ribilanciamento del portafoglio attenua il rischio all'interno dei portafogli ribilanciati stessi, dall'altro l'attenuazione complessiva del rischio sembra difficile da valutare quando si adotta una visione più sistemica. Sebbene l'ESMA abbia fornito una solida analisi teorica dei problemi potenziali oltre ad alcuni dati sull'utilizzo di tali servizi, non vi è (ancora) sufficiente chiaro se i vantaggi dell'esenzione dall'obbligo di compensazione delle operazioni derivanti dai servizi PTRR siano superiori ai rischi potenziali.

b. Potenziale elusione dell'obbligo di compensazione

L'articolo 85, paragrafo 3, lettera c), dell'EMIR prevede che la relazione della Commissione europea valuti se un'esenzione dall'obbligo di compensazione per i servizi PTRR possa portare all'elusione dell'obbligo di compensazione.

Da un lato l'ESMA sottolinea che attualmente i servizi PTRR evitano l'obbligo di compensazione garantendo che le operazioni che ne risultano non appartengano a una categoria di derivati OTC soggetta all'obbligo di compensazione, ad esempio swaption più complicate invece dei derivati plain vanilla. Qualora tali derivati

risultanti dai servizi PTRR fossero esentati in futuro dall'obbligo di compensazione, le controparti coinvolte nei servizi PTRR potrebbero utilizzare strumenti più semplici e standardizzati. L'ESMA ritiene improbabile che l'esenzione possa portare all'elusione dell'obbligo di compensazione, in quanto tali derivati non sarebbero mai stati conclusi senza l'esenzione. Solo l'esenzione ne consentirebbe l'uso a fini PTRR nello spazio non compensato a livello centrale. L'ESMA ritiene che tali operazioni su derivati siano puramente "amministrative" e che non sarebbero concluse per nessun altro motivo. Secondo l'ESMA l'esenzione non incentiverebbe i partecipanti al mercato a utilizzare questa tecnica per evitare la compensazione centrale, in quanto non inciderebbe sui derivati OTC soggetti all'obbligo di compensazione derivante dalle normali attività di negoziazione.

D'altro canto alcuni portatori di interessi osservano che l'esenzione dall'obbligo di compensazione offrirebbe notevoli possibilità di arbitraggio regolamentare e di negoziazione "intelligente" per estrarre i derivati OTC attualmente in portafogli compensati e portarli nello spazio non compensato. Ciò potrebbe costituire un incentivo all'elusione dell'obbligo di compensazione, aumentando il rischio anziché diminuirlo.

Per evitare l'elusione dell'obbligo di compensazione, l'ESMA raccomanda di fissare le condizioni per l'esenzione dall'obbligo di compensazione. Tali condizioni potrebbero limitare l'esenzione a determinati derivati OTC, ad esempio le operazioni pregresse, o a determinati servizi PTRR. L'ESMA suggerisce inoltre di introdurre alcuni requisiti per i servizi PTRR, ad esempio dovrebbero essere neutrali al rischio di mercato, ridurre il rischio bilaterale nel portafoglio in cui sono registrati ed essere effettuati da un fornitore di servizi indipendente.

Sebbene i requisiti e le condizioni per l'esenzione dall'obbligo di compensazione proposti dall'ESMA potrebbero limitare le possibilità di avvalersi dell'esenzione per eludere l'obbligo di compensazione, è necessaria un'ulteriore analisi. In particolare l'idea di includere portafogli di derivati OTC misti (compensati a livello centrale e non compensati) nei servizi di ribilanciamento dei portafogli che beneficiano dell'esenzione dall'obbligo di compensazione e di combinare i servizi PTRR nello spazio non compensato con le operazioni per trasferire il rischio alla compensazione centrale (cfr. la fine della sezione 3) modificherebbe la relazione tra lo spazio compensato a livello centrale e lo spazio non compensato, e il fatto che nello spazio compensato a livello centrale e in quello non compensato dovrebbero essere utilizzati diversi strumenti di attenuazione del rischio.

Si dovrebbe inoltre prendere in considerazione un'ulteriore analisi dei possibili spostamenti di liquidità dallo spazio compensato a livello centrale a quello non compensato.

c. Potenziale disincentivazione della compensazione centrale

Il mercato è diviso per quanto riguarda la potenziale disincentivazione della compensazione centrale che può derivare dall'esenzione dall'obbligo di compensazione per le operazioni derivanti dai servizi PTRR. L'ESMA conclude pertanto che, sebbene non sussistano prove del fatto che esisterebbe un rischio di disincentivazione dell'obbligo di compensazione, questo aspetto dovrebbe essere monitorato attentamente al fine di garantire che l'eventuale concretizzarsi di un rischio possa essere affrontato mediante ulteriori misure di regolamentazione e/o di vigilanza.

Se in futuro l'esenzione dall'obbligo di compensazione dovesse rappresentare un'opzione meno costosa in termini di costi di capitale e marginali per coprire le operazioni nello spazio bilaterale, ciò potrebbe disincentivare la compensazione centrale. In tali circostanze, la compensazione solo bilaterale potrebbe essere tanto più economicamente sostenibile in termini di costi di capitale e marginali, quanto più ampio è l'insieme di attività soggette a compensazione.

La compensazione centrale volontaria dimostra che questa potenziale disincentivazione non svanisce del tutto: è piuttosto evidente che le controparti che, pur potendo compensare un derivato OTC a livello centrale, scelgono di non farlo, compiono tale scelta perché la compensazione bilaterale è per loro economicamente ragionevole. Inoltre un'eventuale riduzione della liquidità disincentiverebbe la partecipazione alla compensazione centrale.

L'analisi dell'impatto dei servizi PTRR in termini di possibile disincentivazione alla compensazione non consente di giungere ad un risultato conclusivo. Tenuto conto delle opinioni divergenti dei portatori di interessi e della relazione dell'ESMA, sarebbe utile un'ulteriore analisi da parte dell'ESMA, in particolare per quanto riguarda l'impatto sugli incentivi alla compensazione centrale, che sono rafforzati laddove vi è maggiore liquidità nello spazio compensato a livello centrale.

5. Conclusioni

Nell'EMIR i colegislatori hanno optato per la compensazione centrale quale elemento chiave degli impegni del G20, che dovrebbe costituire il principale strumento di attenuazione del rischio per i derivati OTC plain vanilla soggetti all'obbligo di compensazione. Per altri derivati OTC non soggetti all'obbligo di compensazione dovrebbero essere applicate altre tecniche di attenuazione del rischio di portata più limitata. I servizi di compensazione centrale e i servizi PTRR prosperano nei rispettivi spazi. In generale alcuni derivati OTC dovrebbero essere esentati dall'obbligo di compensazione solo se i rischi connessi alla concessione di tale esenzione sono inferiori al rischio di mantenere la situazione attuale.

L'ESMA, in cooperazione con il CERS, ha effettuato un'analisi ampia e approfondita dei servizi PTRR. Rimangono tuttavia importanti questioni aperte. In particolare alcuni aspetti della relazione richiedono ulteriori valutazioni e analisi quantitative affinché la

Commissione possa prendere una decisione più informata su eventuali proposte di modifica legislativa.

In particolare occorre esaminare ulteriormente le seguenti questioni:

- la definizione di servizi PTRR, ad esempio come definire in modo più concreto i diversi tipi di PTRR;
- le possibili interconnessioni tra i servizi PTRR e l'impatto del loro utilizzo combinato sugli aspetti sollevati nella presente relazione;
- la rilevanza del rischio di elusione dell'obbligo di compensazione, in particolare eventuali pratiche di mercato che potrebbero essere utilizzate per procedere a tale elusione;
- le eventuali condizioni che limitano il rischio di un siffatto abuso di una possibile esenzione dall'obbligo di compensazione;
- gli incentivi alla compensazione centralizzata, tenendo conto di un'eventuale esenzione dall'obbligo di compensazione;
- la valutazione dei potenziali trasferimenti di liquidità dallo spazio compensato a livello centrale a quello non compensato.

Un ulteriore lavoro sulle questioni summenzionate, in particolare per quanto riguarda la definizione di servizi PTRR e la raccolta di maggiori prove quantitative, consentirebbe una valutazione più completa e ben articolata delle questioni, che potrebbe confluire nella relazione generale di valutazione dell'EMIR, la quale dovrebbe essere presentata al Parlamento europeo e al Consiglio entro il 18 giugno 2024[12].

[12] Articolo 85, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.