

MT

MT

MT



KUMMISSJONI TAL-KOMUNITAJIET EWROPEJ

Brussel 3.7.2009
KUMM(2009) 332 finali

KOMUNIKAZZJONI MILL-KUMMISSJONI

L-izgurar ta' swieq tad-derivattivi effiċjenti, sikuri u sodi

{SEG(2009) 905 finali}
{SEG(2009) 914 finali}

KOMUNIKAZZJONI MILL-KUMMISSJONI

L-iżgurar ta' swieq tad-derivattivi effiċjenti, sikuri u sodi

(Test b'rilevanza ghaż-ŻEE)

1. DAHLA

Il-kriżi finanzjarja li għaddejja qiegħdet id-derivattivi fuq quddiem tal-attenzjoni regolatorja. Il-kważi kollass ta' Bear Sterns f'Marzu tal-2008, l-inadempjenza tal-Lehman Brothers fil-15 ta' Settembru tal-2008 u s-salvataġġ tal-AIG fis-16 ta' Settembru aċċennaw ir-rwol sinifikanti tad-derivattivi b'mod generali u l-Tpartit tal-Inadempjenza tal-Kreditu (CDS) b'mod partikolari.

Hemm qbil fil-wisa' dwar il-benefiċċji u r-riskji tas-swieq tad-derivattivi kif ġie espost bil-kriżi finanzjarja. Ir-rapport tal-Grupp ta' Livell Għoli mmexxi minn Jacques de Larosière wera r-riskji assoċjati mal-isplużjoni rapida fl-użu tad-derivattivi tal-kreditu u enfasizza l-htieġa li jkun indirizzat in-nuqqas ta' trasparenza fis-suq. Għal dan il-għan, ir-rapport irrakkomanda azzjoni biex jiġu ssimplifikati u standardizzati d-derivattivi barra l-Borża (OTC) u biex jiġi introdott ċentru ta' rilaxx tal-kontraparti ċentrali (CCP). Is-Summit tal-G20 f'Londra f'April impenja ruħhu sabiex jippromwovi l-istandardizzazzjoni u l-irkupru malajr tas-swieq tad-derivattivi tal-kreditu, partikolarment bit-twaqqif ta' ċentri ta' rilaxx ta' kontrapartijiet ċentrali li huma suġġett għal regolazzjoni effettiva u s-superviżjoni. Il-Kunsill Ewropew fid-19 ta' Ġunju 2009 talab ukoll biex isir iktar progress sabiex tkun żgurata t-trasparenza u l-istabbiltà tas-swieq tad-derivattivi.

Minn Ottubru tal-2008 il-Kummissjoni ħadmet b'mod attiv fuq analiżi fil-fond tas-swieq tad-derivattivi. Kif imħabbar fil-Komunikazzjoni "Nixprunaw l-Irkupru Ewropew", din il-Komunikazzjoni tippreżenta s-sejbiet ta' dik l-analiżi u tipprepara l-baži għall-miżuri li ġejjin sabiex ikunu indirizzati l-problemi identifikati. B'mod parallel il-Kummissjoni se tkompli taħdem b'mod kostruttiv mal-industrija sabiex tiżgura l-implimentazzjoni tal-impenn tagħha biex tintroduci ċentru tar-rilaxx ċentrali bbażat fl-UE sal-aħħar ta' Lulju tal-2009. Il-Kummissjoni se tieħu kont tal-miżuri li tieħdu mill-industrija fit-tfassil tas-segwitu.

Din il-Komunikazzjoni hija akkumpanjata minn Dokument ta' Hidma tal-Persunal tal-Kummissjoni li fih deskrizzjoni generali ta' (i) swieq tad-derivattivi, (ii) segmenti tas-swieq tad-derivattivi OTC u (iii) valutazzjoni tal-effettività tal-miżuri kurrenti biex jitnaqqsu r-riskji, notevolment f'dak li għandu x'jaqsam mat-Tpartit tal-Inadempjenza tal-Kreditu (CDS).

Il-Kummissjoni tilqa' bi pjaċir ir-reazzjonijiet tal-partijiet interessati dwar l-orjentazzjonijiet ipprezentati f'din il-Komunikazzjoni u partikolarment dwar il-mistoqsijiet speċifiċi li qiegħdin spjegati f'iktar dettall fid-Dokument ta' Konsultazzjoni mhemuż. It-tweġibiet għandhom jintbagħtu lill-Kummissjoni sal-31 ta' Awwissu 2009.

2. ID-DERIVATTIVI U S-SWIEQ TAD-DERIVATTIVI

Dan il-kapitolu jiddeskrivi x'inhuma d-derivattivi, il-benefiċċji li għandhom għall-ekonomija u r-riskji li jista' jkun fihom. Dawn tal-aħħar kienu fil-qalba tal-kriżi finanzjarja.

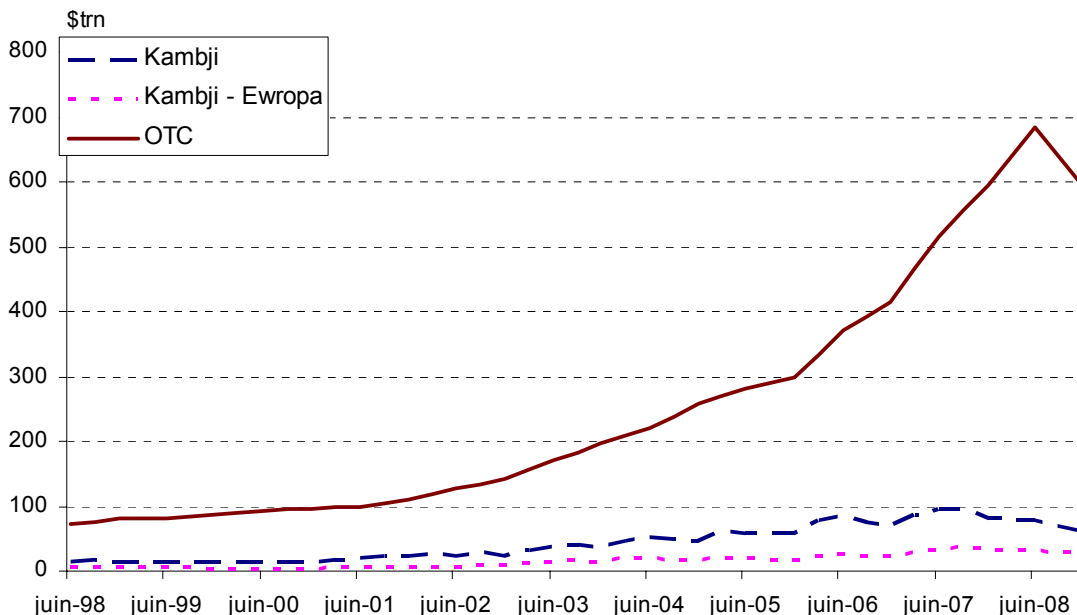
2.1. X'inhuma d-derivattivi?

Id-derivattivi huma kuntratti finanzjarji li jinneozjaw minn u jirridistribwixxu r-riskji gġenerati fl-ekonomija reali, u li għalhekk huma għodod importanti għall-aġenti ekonomiċi sabiex jittrasferixxu r-riskju. Jistgħu jintużaw kemm għar-riskju tal-hedging u biex jiksbu r-riskju bil-ghan li jagħmlu profitt. Jissejhu derivattivi, għaliex il-valur tagħhom huwa "derivat" minn "sottostanti", eż. strument finanzjarju, prodott primarju, varjabbli tas-suq jew anke servizz.

Hemm hafna tipi ta' derivattivi. Uħud huma prodotti standard (eż. il-futuri) filwaqt li oħrajn mhumiex, għaliex kull kuntratt huma magħmul skont il-htigijiet speċifiċi tal-utent (eż. ittpartit). Id-derivattivi standardizzati huma tipikament innegożjati fpostijiet tal-kummerċ organizzati fejn il-prezzijiet jintwerew pubblikament (eż. il-kambji tad-derivattivi) filwaqt li d-derivattivi li mhumiex standardizzati jiġu nnegożjati barra l-Borża, jew kif imsejha wkoll, over-the-counter (OTC) fejn il-prezzijiet jibqgħu privati.

L-użu tagħhom kiber esageratament fl-aħħar għaxar snin. Dan it-tkabbir immaterjalizza fi tranżazzjonijiet OTC, kif jidher fil-graff ta' hawn taht.

Id-daqs tas-swieq tad-derivattivi: kambju ġewwa u barra l-Borża



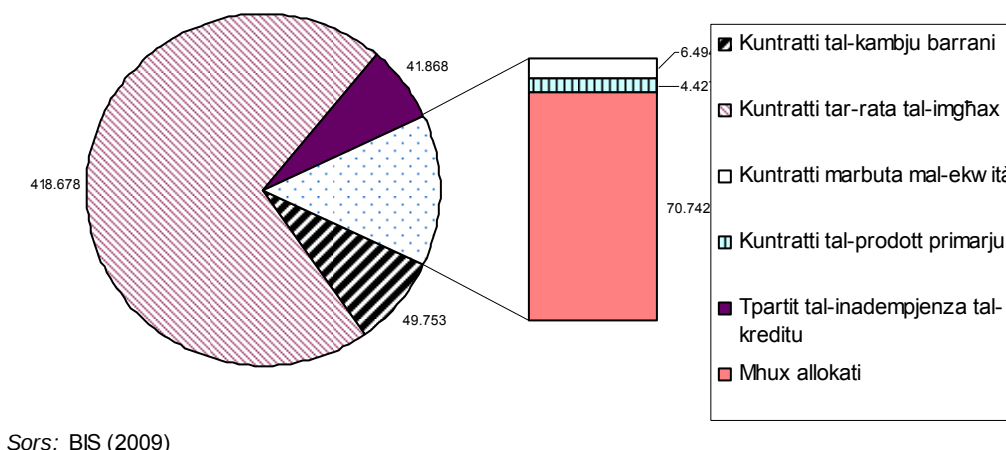
Nota: Il-grafika turi l-ammonti kuncettwali li fadal fis-segmenti tas-suq tal-kambju ġewwa vs barra l-Borża f'triljuni ta' USD bejn l-1998 u l-2008. Ix-xejriet juru l-ammonti li fadal madwar id-dinja, fejn il-parti tas-suq tal-kambji Ewropej tidher separatament (fid-dejta tal-OTC ma jeżistix tqassim ġeografiku simili). Sors: Bank for International Settlements (BIS).

Id-derivattivi OTC huma generalment maqsuma f'fames segmenti wiesgħa: id-derivattivi ta' kambju barrani, id-derivattivi tar-rati tal-imghax, id-derivattivi tal-ekwità, id-derivattivi ta'

prodott primarju u d-derivattivi tal-kreditu, li minnu t-tpartit tal-inadempjenza tal-kreditu huwa l-iktar importanti. Il-graff hawn taht turi l-piż relattiv ta' dawn is-segmenti. Il-kapitolu 3 tad-Dokument ta' Hidma tal-Persunal jippreżenta dawn is-segmenti f'iktar dettall u jiddeskrivi l-karatteristiċi differenti u r-riskji involuti fit-tipi differenti ta' derivattivi OTC.

Is-segmenti tad-derivattivi tas-swieq OTC

L-ammonti kunċettwali li fadal, f'triljuni ta' USD, Diċembru 2008



2.2. Id-derivattivi jibbenefikaw l-ekonomija...

L-ebda ekonomija ma timxi 'l quddiem jekk hadd ma jkun lest jieh u riskju. Intraprenditur li jkun qed jibda negozju qed jieh u r-riskju li n-negozju ma jirnexxi. Bank li qed isellef il-flus lil dak in-negozju qed jirriskja li ma jgħorx il-hlas kollu lura tas-self tiegħu. Mingħajr l-intraprenditur li jkun qed jibda negozju, madankollu, il-faddal li jkun qed iddepożita l-fondi tiegħu fil-bank ikollu opportunità inqas sabiex jikseb redditu diċenti fuq il-flus li jkun faddal. Il-faddal jaf li iżjed ma jkun għoli l-qliġ, iżjed ikun għoli r-riskju tal-proġett li qed jinvesti fih. Il-finanzjament ta' proġetti tal-investiment għalhekk jiddependi fuq jekk wiehed ikunx lest iġorr ir-riskju assoċjat. Hadd ma jieh u pjaċir jieh u wisq riskju u għalhekk huwa ta' benefiċċju jekk ir-riskji jkunu jistgħu jinqas.

Dan huwa x'jistgħu jagħmlu d-derivattivi. Huma jaqsmu jew jirridistribwixxu r-riskji u jistgħu jintużaw bħala protezzjoni kontra riskju partikolari ("hegġ") jew, bħala għodda sabiex wiehed ikun jista' jieh u pozzizzjonijiet kunċettwali. B'mod partikolari, l-entitajiet kummerċjali, bħall-kumpaniji tal-ajru, il-manufatturi, eċċ. jużaw id-derivattivi biex ikopru r-riskju ta' zieda fil-prezz tal-materjali primi li huma jużaw biex imexxu n-negozju tagħhom u sabiex jipplanaw aħjar htigijietom tal-futur.

2.3. ...imma jistgħu iqeghduha f'riskju...

L-istituzzjonijiet li jipparteċipaw fis-swieq tad-derivattivi jistgħu jkopru, jew 'jihhegġjaw', ir-riskji li jaffaċjaw billi jużaw id-derivattivi. Madankollu, jekk ir-riskji jiġu hhegġjati fuq is-swieq OTC, ikun diffiċli, fl-assenza ta' tagħrif pubbliku affidabbli dwar dawk is-swieq, għall-partiċipanti u s-supervizuri tas-suq biex jiġi ddeterminat jekk dawk ir-riskji ġewx ihhegġjati b'mod effettiv.

Meta n-negozjanti la huma dawk li jagħmlu s-suq u l-anqas ma għandhom interess fis-sottostanti jiffaċilitaw l-ispekulazzjoni, il-volatilità u l-bini tar-riskji fis-sistema. Id-derivattivi mbagħad ikunu jistgħu jintużaw bħala mezz ta' ingranaġġ għall-karta tal-bilanċ ta' dawk li

jintervjenu fis-swieq tad-derivattivi ghaliex ihallu lill-partecipanti tas-suq jieħdu l-pożizzjonijiet b'inqas kapital minn dak meħtieġ għall-investiment fis-swieq tal-flus.

Barra minn hekk, jekk kontraparti tikkommetti inadempjenza jaf ikun diffiċli biex wiehed isib kontrapartijiet biex jissostitwixxu heġġ. Dawn jaf jew ikollhom il-problemi huma stess jew ma jkunux jixtiequ jidhlu f'kummerċ bil-ħsieb ta' iżjed incertezzi. Fi swieq fejn hemm ftit partecipanti din il-problema hija amplifikata.

B'konklużjoni, meta wiehed jikkonkludi kuntratt OTC, huwa diffiċli li jiġi *vvalutat* ir-riskju li kontraparti tista' tikkommetti inadempjenza. Fi swieq finanzjarji interkonnessi hafna, valutazzjoni bħal din fil-prinċipju teħtieġ li kwalunkwe partecipant tas-suq ikollu għarfien solidu dwar il-partecipanti l-oħra kollha tas-suq. Minhabba li s-swieq OTC għandhom ftit tagħrif pubbliku, għarfien bħal dan mhuwiex komplet.

Is-CDS huma partikolarment vulnerabbli f'dawn ir-rispetti kollha. Filwaqt li hafna mid-derivattivi jiddependu minn prezzijiet tas-suq li jistgħu jiġu osservati (eż. ir-rati tal-imghax jew tal-kambju), is-CDS huma differenti. Ir-riskju li jkopru – ir-riskju tal-kreditu – ma jistax jiġi osservat immedjatament imma jeħtieġ tagħrif speċifiku dwar dak li qiegħed jissellef, li tipikament l-banek biss kellhom. Madankollu, f'dawn l-aħħar għexieren ta' snin ir-riskju tal-kreditu sar iktar negozjabbli, eż. bit-titolizzazzjoni. L-ivvalutar tar-riskju jibqa' diffiċli, u jista' jwassal għal sitwazzjonijiet fejn is-suq f'daqqa waħda jaffaċċja avveniment ta' inadempjenza sinifikanti. Barra minn hekk, ir-riskji assoċjati mas-CDS huma amplifikati iktar bil-fatt li l-obbligi potenzjali li jiġu magħhom huma estremi.¹ Dawn ir-riskji mhumix uniċi għas-CDS: normalment japplikaw għad-derivattivi, għalkemm f'estrem inqas drammatiku.

2.4. ...kif ġie aċċennat bil-kriżi finanzjarja

Il-kriżi finanzjarja wriet li dawn ir-riskji mhumix teoretiċi iżda reali. Bean Sterns, Lehman Brothers u AIG kienu partecipanti importanti fis-suq tad-derivattivi OTC, bħala operatori jew utenti tad-derivattivi OTC, jew it-tnejn. Il-problema li esperjenzaw orġinat barra mis-swieq tad-derivattivi OTC, din dahlet fis-swieq tad-derivattivi permezz tas-CDS sottoskritti minn dawn it-tliet istituzzjonijiet u, minhabba r-rwol ċentrali ta' dawn l-istituzzjonijiet fis-swieq kollha tad-derivattivi OTC, infirxet lil hinn mis-CDSs u affetwat l-ekonomija globali. Fuq naħa waħda, in-nuqqas ta' ċarezza fis-suq waqqfet partecipanti oħra tas-suq milli jkunu jafu eżatt x'kienu l-iskoperturi tal-kontrapartijiet tagħhom għal dawn it-tliet entitajiet, li rriżultaw f'nuqqas ta' fiduċja u fin-nixfa immedjata tal-likwidità. Fuq in-naħa l-oħra, waqqfet ukoll lir-regolaturi milli jkunu jistgħu jidentifikaw kmieni r-riskji li kienu qed jinbnew fis-sistema, l-firxa li fiha r-riskji kienu qed jiġu kkonċentrati u konsegwentament l-effetti li l-att tal-inadempjenza tagħhom ikollu fuq l-istabbiltà finanzjarja. Il-kopertura regulatorja hafifa tas-suq kompliet tkabbar din il-problema ghaliex is-superviżuri ma kellhomx tagħrif suffiċjenti.

B'konklużjoni, il-kriżi aċċennat kif id-derivattivi b'mod ġenerali u s-CDS b'mod partikolari holqu kobba ta' dipendenza fuq xulxin li kienet diffiċli li tinftiehem, tinhall u tiġi kkontrollata immedjatament wara l-inadempjenza. Għalhekk, il-kriżi wriet biċ-ċar li l-karatteristiċi tas-swieq tad-derivattivi OTC – in-natura privata tal-kuntratti b'tagħrif pubbliku limitat, il-kobba

¹ Il-flussi tal-flus relatati ma' CDS huma 'diskontinwi', jiġifieri filwaqt li fi żminijiet normali l-bejjieġ ta' CDS idahhal fluss stabbli ta' tariffi xorta waħda jaffaċċja r-riskju li l-entità li s-CDS hija sottoskritta fuqha tikkommetti inadempjenza, li ġġieghlu jhallas l-ammont prinċipali komplut bin-nuqqas tal-valur tal-obbligazzjoni tal-inadempjenza. Din ġieghlet uħud sabiex jagħmlu użu hażin mis-CDS bħala strument ta' finanzjament.

mhabbla tad-dipendenza reċiproka, id-diffikultajiet li wiehed jifhem in-natura u l-livell tar-riskji – iżidu l-inċertezza fi żminijiet ta' stress fis-suq u b'hekk jinholqu riskji għall-istabbiltà finanzjarja.

3. L-IMMANIĠĠJAR TAR-RISKJI TAL-KONTRAPARTI

Dawn ir-riskji jistgħu jkunu mitigati bil-mod ta' kif huma strutturati l-funzjonijiet tal-kummerċ u ta' wara l-kummerċ. Fil-livell tal-kummerċ, ir-riskji jistgħu jitnaqqsu bit-titjib l-effiċjenza operattiva, eż. l-iżgurar tal-eżekuzzjoni, l-affermazzjoni u l-konferma ta' kummerċ elettroniku.² Dan ikollu l-effett li jagħmel l-eżekuzzjoni tal-kummerċ OTC iktar simili għall-mod ta' kif inhuma amministrati t-tranzazzjonijiet fil-Borża. It-titjib fl-effiċjenza operattiva kien il-mira tal-attenzjoni regolatorja qabel il-kriżi finanzjarja u kkontribwixxa għal eż. l-iżgurar li s-CDS illum qegħdin ikunu dejjem iżjed affermati u konfermati elettronikament.

Madankollu, filwaqt li l-effiċjenza operattiva hija meħtieġa, hija fiha nnifisha mhijex suffiċjenti. Sabiex ikunu indirizzati b'mod effettiv ir-riskji elenkati hawn fuq, huwa importanti li jissahħu l-funzjonijiet ta' wara l-kummerċ, kif ukoll, notevolment ir-rilaxx. Ir-rilaxx huwa l-mod li bih jiġu mitigati r-riskji msemmija hawn fuq. B'dan il-mod għandu rwol importanti fis-swieq tad-derivattivi. Ir-rilaxx jista' jsir b'mod bilaterali bejn iż-żewġ kontrapartijiet ta' kummerċ partikolari jew fuq livell ċentrali tas-suq, permezz ta' Kontraparti Ċentrali (CCP). Fil-Borża, ir-rilaxx isir kważi esklussivament mis-CCPs. Barra l-Borża, ir-rilaxx bilaterali jibqa' n-norma, għalkemm xi segmenti tas-suq għandhom ir-rilaxx mis-CCP ukoll (notevolment it-tpartit tar-rati tal-interess).

- **Ir-rilaxx bilaterali:** iż-żewġ kontrapartijiet hafna drabi jkollhom fis-seħh ftehimiet kollaterali li jipprovdu għall-monitoraġġ regolari ta' kif il-valur tal-kuntratt jevolvi sabiex ikunu jistgħu jimmaniġġjaw l-iskoperturi tal-kreditu rispettivi tagħhom għal xulxin. Fil-każ li l-valur jevolvi b'tali mod li waħda mill-partijiet tkun akkumulat pretensjoni fuq il-kontraparti din ikun intitolata titlob għall-kollateral. Filwaqt li l-kollateral huwa importanti sabiex jimmitiga r-riskju tal-kreditu, jeħtieġ li jimmaniġġja r-relazzjonijiet tar-rilaxx ma' għadd ta' kontrapartijiet. In-natura propja ta' dan in-netwerk kumpless bilaterali jagħmilha diffiċli għal istituzzjoni sabiex tifhem l-iskopertura tal-kreditu tagħha stess minhabba l-iskoperturi tal-kontrapartijiet tagħha lil xulxin, wisq inqas ma tista' tivvaluta l-implikazzjonijiet tal-inadempjenza ta' kontraparti li jkunu qed jinbnew fuq xulxin.
- **Ir-rilaxx mis-CCP:** is-CCP tidhol f'kull kummerċ billi tagħmilha ta' kontraparti għal kull naħa tat-tranzazzjoni. L-obligi ta' kull wiehed miż-żewġ shab tal-kummerċ issa qegħdin vis-à-vis is-CCP, għalhekk kull skopertura ta' parti f'dan is-suq issa hija mal-istess parti. Hemm għadd ta' vantaġġi li wiehed juża CCP. CCP effettivament hija assigurazzjoni reċiproka b'difiżi reċiproci. Din tagħmel l-immaniġġjar kollaterali aktar sempliċi, għaliex hija s-CCP li tiġbor u timmaniġġja l-kollateral. Hija wkoll iżjed sikura, għaliex is-CCP hija l-garanti ċentrali u hija istituzzjoni ffokata biss fuq l-immaniġġjar tar-riskji fuq diversi livelli ta' protezzjoni. Dan il-fokus uniku fuq l-immaniġġjar tar-riskju jagħmel is-CCP il-parti newtrali. Peres li qegħda fiċ-ċentru, huwa iżjed faċli għas-CCP li tifhem u timmaniġġja r-riskju. Barra minn hekk, it-tagħrif ċentrali li jinsab fis-CCP jagħmilha iżjed faċli għar-regolaturi biex jissupervizzaw ir-riskji. Fid-dawl tar-rwol sistemiku tas-CCP

² Ara d-Dokument ta' Hidma tal-Persunal mhemuż, sezzjoni 2.2 għal deskrizzjoni iktar fit-tul ta' dawn il-kunċetti.

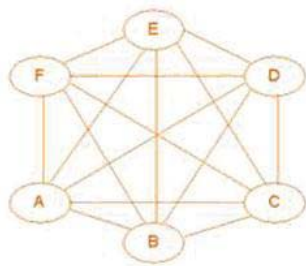
huwa essenzjali li tkun immexxija b'mod professjonali, tkun ikkapitalizzata u regolata sew sabiex tkun sikura u soda.³

Ir-rilaxx bilaterali vs ir-rilaxx mis-CCP

Il-benefiċċji tar-rilaxx mis-CCP

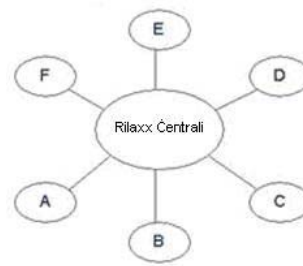
Ir-rilaxx bilaterali

- Il-kobba tal-iskopertura tal-kontraparti
- L-ċaqliq tal-kollateral kumpless
- L-effett domino potenzjali wara inadempjenza ta' negozjant wiehded



Ir-rilaxx tas-CCP

- Centru ta' konnesjonijiet (Hub & spoke) mal-garanti ċentrali
- L-ċaqliq tal-kollateral kollu minn/lejn is-CCP
- Is-CCP ikkapitalizzata sabiex tkun tiflaħ għall-inadempjenza tan-negozjant



Fid-dawl ta' dawn il-benefiċċji, wiehded jista' jistaqsi għaliex il-parteciċipanti tas-suq ma jagħmlux użu universali mir-rilaxx tas-CCP. L-ewwel raġuni, u dik ovvja, hija li s-sikurezza għandha prezz għall-parteciċipanti tagħha, għaliex iridu jikkontribwixxu għal-livelli ta' protezzjoni tas-CCP. It-tieni, is-CCP ittejjeb it-trasparenza, billi tirridistribwixxi l-vantaġġi tat-tagħrif fost il-parteciċipanti tas-suq, għall-iżvantaġġ ta' dawk li bħalissa qed igawdu minn vantaġġ ta' tagħrif (jiġifieri n-negozjanti prinċipali tad-derivattivi OTC). Huwa wkoll minnu, iżda, li mhux dejjem tista' tintuża CCP. Hemm għadd ta' prerekwiziti, li huwa relatati fil-wisa' mal-likwidità u l-istandardizzazzjoni, li jridu jkunu ssodisfati qabel tista' tintuża s-CCP. F'dan is-sens, la mhux id-derivattivi kollha tal-OTC jissodifaw il-karatteristiċi neċessarji li għandhom jiġu approvati bl-użu ta' CCP, il-Kummissjoni se taħdem ukoll biex issaħħaħ l-immaniġġjar tar-riskju tal-kontraparti fil-kummerċ bilaterali.

B'konklużzjoni, ir-riskji assoċjati mad-derivattivi jvarjaw skont l-istruttura tas-suq. Fuq kollox, is-swieq tal-OTC huma hafna iżjed riskjużi minn postijiet tal-kummerċ regolati, għaliex tal-ewwel huma hafna inqas ċari u r-relazzjonijiet tal-kontraparti iżjed kumplessi. L-effettività tal-ghodod ta' mitigazzjoni tar-riskju tal-kontraparti bilaterali għalhekk iħallu nuqqasijiet kbar u l-mod ta' kif ir-riskju tal-kontraparti huwa mitigat jehtieg li jittejjeb sostanzjalment.

³

Ara d-Dokument ta' Hidma tal-Persunal mhemuż, sezzjoni 2.4.2 għal deskrizzjoni iktar dettaljata tar-rilaxx mis-CCP.

4. AZZJONIJIET LI DIĠÀ TTIEHDU MILL-KUMMISSJONI SABIEX TITTEJJEJ L-ISTABBILTÀ FINANZJARJA FIS-SWIEQ TAD-DERIVATTIVI

Filwaqt li d-derivattivi mhumie x barra mill-ambitu tar-regolamentazzjoni tas-servizzi finanzjarji tal-UE, it-tkabbir enormi tas-swieq tad-derivattivi OTC, il-volum ikbar tal-pożizzjonijiet kuncettwali li nbnew bid-derivattivi u l-partecipazzjoni ikbar fis-swieq tad-derivattivi ta' entitajiet mhux regolati huma kwistjonijiet li jiġġustifikaw revizjoni tal-qafas regolatorju tagħna. Minn mindu faqqgħet il-kriżi finanzjarja, il-Kummissjoni agixxiet malajr u ħadet il-passi sabiex tindirizza whud mill-izjed riskji akuti u urġenti assoċjati mad-derivattivi.

L-ewwel, f'dak li jikkonċerna s-CDS, f'Ottubru tal-2008, il-Kummissarju McCreevy appella għal (i) ħarsa sistematika lejn is-swieq tad-derivattivi wara t-tagħlimiet li ttiehdu mill-kriżi finanzjarja, u (ii) proposti konkreti ta' kif ir-riskji mid-derivattivi tal-kreditu jistgħu jkunu mitigati.⁴ B'riżultat, l-operaturi tas-CDS ikkommettew lilhom infushom sabiex jibdwew ir-rilaxx ta' CDS eligibbli fuq entitajiet ta' referenza Ewropej u indiċi fuq dawn l-entitajiet bl-użu ta' CCP Ewropew wiehed jew iktar sal-31 ta' Lulju 2009.⁵

It-tieni, uħud mill-problemi relatati mat-titolizzazzjoni u t-trasferiment eċċessiv tar-riskju u l-ipprezzar ħażin tar-riskju ġew indirizzati fir-revizjoni tad-Direttiva tar-Rekwizita Kapitali (CRD).⁶ Din il-proposta notevolment tistipula li l-kumpaniji (magħrufa bħala l-'originaturi') li jirripakkjaw is-self f'titoli negozjabbli se jkunu meħtieġa li jzommu xi skopertura tar-riskju għal dawn it-titoli, filwaqt li kumpaniji li jinvestu fit-titoli se jithallew jieħdu d-deċiżjonijiet tagħhom biss wara li jeżerċitaw id-diligenza komprensiva mistennija. Jekk jonqsu milli jagħmlu dan, ikunu suġġetti għal penali kapitali kbar.

It-tielet, dwar ir-riskju sistemiku relatat mal-kummerċ spekulattiv, il-Kummissjoni daqt se tadotta proposta dwar ir-rekwiziti kapitali applikati għall-ktieb tal-kummerċ tal-istituzzjonijiet finanzjarji u t-titolizzazzjoni u l-pożizzjonijiet ta' titolizzazzjoni mill-ġdid. Il-livelli għola ta' kapital previsti f'din il-proposta għandhom ċans kbir li jevitaw it-tehid ta' riskju eċċessiv fi żmien qasir mill-istituzzjonijiet finanzjarji.

Ir-raba', il-Kummissjoni qegħdha fil-proċess li tirrevedi l-approċċ tagħha għas-superviżjoni tas-swieq finanzjarji. Bil-proposta tal-ħolqien ta' superviżur makrofinanzjarju Ewropew, l-Ewropa se tagħti lilha nnifisha l-kapaċità li tidentifika r-riskji eċċessivi li jkunu qed jinbnew fis-sistema u se tagħxi sabiex tikkontrolla dawk ir-riskji. Il-Bord Ewropew tar-Riskju

⁴ McCreevy, C. (2008). "Wasal iż-żmien li r-regolaturi ikollhom ħarsa aħjar tad-derivattivi", 17 ta' Ottubru 2008, SPEECH/08/538.

⁵ Fis-17 ta' Frar 2009, disa' operaturi globali (il-Barclays Capital, is-Citigroup, il-Credit Suisse, id-Deutsche Bank, il-Goldman Sachs, l-HSBC, il-JP Morgan Chase, il-Morgan Stanley u l-UBS) ikkommettew lilhom nfushom sabiex jużaw kontraparti (CCP) wahda jew iktar fl-Unjoni Ewropea la darba jkunu stabbiliti bħala sistemi skont id-Direttiva dwar Finalità ta' Settlement (98/26/KE) sabiex (i) japprovaw it-Tpartit tal-Inadempjenza tal-Kreditu (CDS) li huma eligibbli għas-CCP fuq entitajiet ta' referenza Ewropej u l-indiċi bbażati fuq dawn l-entitajiet, u (ii) jiffinanzjaw il-kuntratti eligibbli li fadal. L-impenn imbagħad ġie imħaddan minn operatur wiehed ieħor (in-Nomura) u l-appoġġ għal din l-inizzjattiva ġie pprovdut mill-Federazzjoni Bankarja Ewropea, mill-Bord Pubbliku Ewropew tal-Banek u minn assoċjazzjonijiet bankarji Ewropej oħra.

⁶ **COM/2008/0602 finali – COD 2008/0191** li temenda d-Direttivi 2006/48/KE u 2006/49/KE dwar banek affiljati ma' istituzzjonijiet ċentrali, ċerti elementi ta' fondi proprji, skoperturi kbar, arrangamenti superviżorji, u l-ġestjoni tal-kriżi.

Sistemiku se jkun instrumentali f'li jiġi evitat li r-riskji assoċjati mas-swieq tad-derivattivi jkunu ta' problema għas-sistema finanzjarja u ekonomika kollha.

Il-hames, minhabba li l-Aġenziji ta' Klassifikazzjoni tal-Kreditu (CRAs) naqsu milli jivvalutaw b'mod adegwat ir-riskji maħluqa minn strumenti kumplessi, partikolarment minhabba l-konflitti ta' interess marbuta mal-"mudell fejn l-emittent iħallas", sar evidenti li ma setgħux jibqgħu mingħajr ma jsiru regolati. F'April tal-2009, il-Kunsill u l-Parlament Ewropew approvaw Regolament propost mill-Kummissjoni skont liema s-CRAs għandhom ikunu konformi mal-istandards stretti tal-integrità, il-kwalità u t-trasparenza u jkunu suġġetti għas-supervizjoni kontinwa tal-awtoritajiet pubbliċi.⁷

Fl-aħħar nett, il-Kummissjoni Ewropea approvat Direttiva dwar fondi tal-heġġ u manijers tal-fondi tal-investment alternattiv oħrajn (AIFM) li se joħolqu qafas komprensiv regolatorju komprensiv u effettiv u ta' supervizjoni fil-livell Ewropew. Id-Direttiva proposta se tgħin l-Istati Membri jtejbu s-supervizjoni makroprudenzjali tas-settur u s-supervizjoni tal-livell mikro, jimponu l-limiti fuq il-livell ta' għajjuna ta' dawn l-entitajiet u jieħdu azzjoni koordinata kif meħtieġ sabiex jiżguraw il-funzjonament xieraq tas-swieq finanzjarji.⁸

5. IT-TRIQ 'IL QUDDIEM: INIZZJATIVI ĠODDA SABIEX TITTEJEB L-ISTABBILTÀ FINANZJARJA

Il-kriżi attwali aċċenat il-bżonn ta' hidma fuq is-swieq tad-derivattivi OTC sabiex ikunu jistgħu jissodisfaw ir-rwol ekonomiku tagħhom f'mod li ma jipperikolax l-istabbiltà tas-sistema. Għal dan il-ghan, il-Kummissjoni tikkunsidra li għandhom jittiehdu l-azzjonijiet sabiex: a) ir-regolaturi u s-supervizuri jkunu jistgħu jkollhom għarfien komplut dwar it-tranzazzjonijiet li jseħħu fis-swieq tad-derivattivi OTC kif ukoll il-pożizzjonijiet li qed jibnu dawk is-swieq, b) tiżdied it-trasparenza tas-swieq tad-derivattivi OTC vis-à-vis l-utenti tagħhom; partikolarment għandu jkun disponibbli iktar tagħrif u aħjar dwar il-prezzijiet u l-volumi; ċ) tissaħħaħ l-effiċjenza operattiva tas-swieq tad-derivattivi sabiex ikun żgurat li d-derivattivi tal-OTC ma jagħmlux ħsara lill-istabbiltà finanzjarja u d) jiġu mitigati r-riskji tal-kontrapartijiet u ssir promozzjoni tal-istrutturi ċentralizzati. L-ghodod prinċipali sabiex jinkisbu dawn l-għanijiet huma (i) il-promozzjoni ta' iżjed standardizzazzjoni, (ii) l-użu ta' repożitorji ċentrali tad-dejta, (iii) il-progress lejn ir-rilaxx mis-CCP, u (iv) il-kummerċ jimxi lejn postijiet tal-kummerċ iżjed pubbliċi.⁹ Din is-sezzjoni tanalizza dawn l-ghodod u tissuggerixxi l-orjentazzjonijiet għax-xogħol fil-futur.

5.1. L-istandardizzazzjoni

Għad-derivattivi OTC li huma eliġibbli għas-CCP, l-istandardizzazzjoni hija prerekwizita għall-ghodod l-oħrajn spejgati hawn taht. Għad-derivattivi OTC li mhumiex eliġibbli għas-CCP, l-effiċjenza operattiva tissaħħaħ, u r-riskji operattivi jonqsu, b'iktar standardizzazzjoni,

⁷ Il-Kummissjoni Ewropea (2008), "Proposta għal Regolament tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar l-Aġenziji ta' Klassifikazzjoni tal-Kreditu", COM(2008) 704, kif approvat mill-Parlament Ewropew u l-Kunsill fit-23 ta' April 2009.

⁸ Il-Kummissjoni Ewropea (2009), "Proposta għal Direttiva tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar l-Amministrazzjonijiet tal-Fondi tal-Investment Alternattivi", COM(2009) 207.

⁹ L-applikabilità ta' dawn l-ghodod tvarja daqsxejn skont is-segment tas-suq. Hemm differenza ċara fil-komplessità tal-implimentazzjoni ta' dawn l-ghodod. Analizi iktar dettaljata dwar l-effettività tal-metodi kurrenti tal-mitigazzjoni tar-riskju u l-htieġa assoċjata għal miżuri addizzjonali għal kull segment tas-suq OTC qeghdha spjegata iktar fit-tul fil-kapitolu 4 tad-Dokument ta' Hidma tal-Persunal mhemuż.

eż. billi jitheggu jiehdu iktar proġetti ta' kuntratti standard u s-servizzi elettronici tal-affermazzjoni u l-konferma, il-ħażna ċentrali, l-awtomatizzazzjoni tal-pagamenti u l-proċessi tal-ġestjoni tal-kollateral. Minhabba li l-istandardizzazzjoni hija prerekwizita għall-azzjonijiet tal-futur, se tiffurma parti mill-qalba tal-bażi tal-ħidma tal-Kummissjoni sabiex is-swieq tad-derivattivi jsiru effiċjenti, sikuri u sodi.

Imma l-istandardizzazzjoni tehtieg l-investimenti. Il-Kummissjoni għandha l-intenzjoni li tmexxi 'l quddiem ix-xogħol sabiex tinċentiva l-isforzi tal-industrija li għaddejjin biex jagħmlu dawn l-investimenti halli tippromovi l-istandardizzazzjoni fl-oqsma tad-derivattivi OTC kollha li għandhom ċans li ma jkunux eliġibbli għar-rilaxx mis-CCP jew mhumieq adegwati għall-kummerċ fil-Borża.

5.2. Repożitorju ċentrali tad-dejta

Repożitorju ċentrali tad-dejta jiġbor id-dejta – bħall-ghadd ta' tranżazzjonijiet, id-daqs tal-pożizzjonijiet li fadal - għal kull tip ta' kummerċ (kemm dawk li huma eliġibbli għas-CCP u dawk li mhumieq) bl-iskop li jżied it-trasparenza u l-għarfien.¹⁰ Dan ma jikkontribwixxiex biss għat-trasparenza, imma jtejjeb ukoll l-effiċjenza operattiva tas-suq. Repożitorju jista' wkoll jipprovi servizzi oħra (eż. jiffaċilita l-istruzzjonijiet tal-konklużjonijiet u tal-pagamenti).

Il-Kummissjoni tara l-merti fis-sens ta' żieda fit-trasparenza u l-għarfien li repożitorji ċentrali tad-dejta jistgħu jgħibu għals-supervizuri. Dan huwa partikolarment rilevanti minhabba l-fatt li r-rilaxx mis-CCP ma jistax japplika faċilment għad-derivattivi kollha għaliex il-prerekwiziti neċessarji mhumieq dejjem fis-seħħ u mhux applikabbli faċilment. Għal raġunijiet ta' protezzjoni legali, is-supervizjoni u kontinwità tal-impriza, il-Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli (KRET) se jistudja l-użu mehtieg ta' faċilità bħal din. Il-Kummissjoni għalhekk, fid-dawl tar-rapport KRET li hiereġ, se tiehu l-azzjonijiet ix-xierqa għal dan il-ghan.

5.3. Ir-rilaxx tas-CCP

Mill-erba' għodod ikkunsidrati, dik li kienet sugġetta għall-iktar attenzjoni s'issa huwa r-rilaxx mis-CCP. Is-CCPs taw prova tal-htieġa tagħhom matul il-kriżi finanzjarja, kif intwera mir-rwol tagħhom fl-immaniġġjar tal-konsekwenzi tal-inadempjenza ta' Lehman Brothers. Il-Kummissjoni diġà hegġet lill-industrija sabiex tespandi l-użu tar-rilaxx mis-CCP u għandha l-intenzjoni timplimenta r-rakkomandazzjonijiet rilevanti tal-Larosière Group bħala każ ta' prijorità.

Hemm raġunijiet sodi sabiex iċ-ċentru tar-rilaxx mis-CCP ikun ġewwa l-Ewropa, li għandhom x'jaqsmu mal-ħsibijiet regolatorji, ta' supervizjoni u tal-politika monetarja. Jekk CCP tkun fl-Ewropa, hija sugġett għar-regoli u s-supervizjoni Ewropea. Is-supervizuri għalhekk ikollhom aċċess komplut mingħajr xkiel għat-tagħrif miżmum mis-CCPs. Huwa wkoll eħfef għall-awtoritajiet Ewropej biex jintervjenu f'każ ta' problema f'CCP Ewropea. Pereżempju, il-banek ċentrali ma jipprovdur aċċess dirett għall-faċilitajiet tal-likwidità tagħhom lill-istituzzjonijiet finanzjarji li jinsabu barra miż-żoni tal-muniti tagħhom.¹¹

¹⁰ Ĥażna tad-dejta bħal din teżisti għas-CDS fil-forma ta' Trade Information Warehouse, operat mill-US Depository Trust u l-Clearing Corporation (DTCC).

¹¹ Il-ftehimiet tat-tpartit tal-muniti jistgħu jeżistu bejn banek ċentrali, imma minhabba l-assenza ta' aċċess dirett għall-faċilitajiet tal-likwidità, l-ECB esprima l-preferenza soda tiegħu li s-CCP tkun fiż-żona tal-ewro, kif jidher fl-isqarrija tal-Kunsill Governattiv tiegħu tat-18 ta' Dicembru 2008, li kkonferma li

Fil-qasam tas-CDS, l-operaturi primarji tad-derivattivi iffiraw impenn mal-Kummissjoni Ewropea sabiex iressqu r-rilaxx ta' CDS Ewropej għal CCP Ewropea waħda jew iktar sal-31 ta' Lulju 2009 u bħalissa qeghdin jahdmu fuq l-istandardizzazzjoni neċessarja tal-kuntratti Ewropej tas-CDS sabiex ir-rilaxx mis-CCP isir possibbli. Żewġ CCPs Ewropej huma mistennija li jkunu lesti biex joffru s-servizzi tagħhom fuq is-CDS sal-31 ta' Lulju 2009, it-tielet waħda hija mistennija li tkun lesta f'Diċembru tal-2009 u r-raba' waħda għadha ma kkomettietx lilha nnifsha għal data fissa. Fuq kollox, il-Kummissjoni tilqa' bi pjaċir l-isforzi tal-industrija f'li tipprova tlaħhaq mal-iskadenza stipulata fl-impenn tagħha. Infatti, l-inizzjattivi tal-industrija s'issa taw prova li huma effettivi fuq iż-żewġ naħiet tal-Atlantiku f'dak li jikkonċerna l-istandardizzazzjoni tas-CDS. Madankollu, l-implimentazzjoni tas-soluzzjonijiet għal ċerti aspetti tekniċi, bħal dawk li huma relatati mal-avveniment tar-ristrutturar tal-kreditu, għadhom ma ġewx iffinalizzati. Għalhekk, jekk l-industrija mhijiex se tkun tista' tagħmel tajjeb fuq l-impenn tagħha, il-Kummissjoni se jkollha tikkunsidra modi oħra, kif spjegat hawn taht. Il-Kummissjoni tapprezza l-inizzjattivi tal-industrija u se tqis kompletament it-twassil u l-implimentazzjoni tagħhom meta tikkunsidra jekk humiex meħtieġa iktar inizzjattivi sabiex ikun żgurat użu kemm jista' jkun possibbli wiesa' tar-rilaxx mis-CCP.

L-inċentivi biex jintużaw is-CCPs diġà jeżistu. Il-parteciċipanti tas-suq għandhom inċentiv naturali biex jużaw ir-rilaxx mis-CCP, għaliex inaqas ir-riskju tal-kreditu tal-kontraparti tagħhom u jagħti lok għat-tfaddil kapitali regolatorju. Madankollu, dawn l-inċentivi ma kienux suffiċjenti sabiex jegħlbu l-inċentivi kummerċjali li jiffavorixxu r-rilaxx bilaterali. Għalhekk, il-Kummissjoni qed tikkunsidra modi kif issaħħaħ sinifikament l-inċentivi biex jintuża r-rilaxx mis-CCP halli tkun tista' iżżarma kwalunkwe incertezza kummerċjali sabiex jibdeu jużaw ir-rilaxx mis-CCP fejn huwa possibbli. Dan jista' jsir billi (i) jiġu emendati r-regoli dwar il-kapital regolatorju miżmum fis-CRD, u (ii) jiġu pprovduti iktar assigurazzjonijiet regolatorji u ta' supervizjoni li s-CCPs huma sikuri u sodi bl-użu ta' legiżlazzjoni Ewropea fil-futur fejn jiġġustifika u possibbilment supervizjoni komuni.¹² Naturalment, din il-hidma żejda ma teffetwa bl-ebda mod id-data tal-iskadenza assoċjata mal-isforzi li għaddejja sabiex jitressaq ir-rilaxx mis-CDS Ewropea fuq CCP Ewropea waħda jew iktar, jiġifieri l-31 ta' Lulju 2009.

5.4. L-eżekuzzjoni tal-kummerċ

Fil-prinċipju, il-pass loġiku li jmiss, għad-derivattivi standardizzati li huma approvati minn CCP, ikun sabiex il-kummerċ ta' dawn il-kuntratti jsehh f'post organizzat tal-kummerċ fejn il-prezzijiet u tagħrif iehor relatat mal-kummerċ ikun jidher pubblikament, bħal suq regolarizzat (iġifieri kambju tad-derivattivi) jew faċilità tal-kummerċ multilaterali (MTF) suġġetta għar-rekwiziti tat-trasparenza. Din ittejjeb it-trasparenza tal-prezz u ssahħaħ l-immaniġġjar tar-riskju.

Madankollu, it-tip ta' kuntratti ta' standardizzazzjoni li huma tipikament innegożjati f'postijiet pubbliċi mhux neċessarjament jieħdu hsieb il-firxa kollha tal-htigijiet tal-ġestjoni tar-riskju

"kien hemm htieġa għal tal-inqas CCP Ewropea waħda għad-derivattivi tal-kreditu u li, minhabba l-importanza potenzjali sistemika tar-rilaxx mis-sigurtajiet u s-sistemi tal-konklużjonijiet, din l-infrastruttura għandha tkun lokalizzata fiż-żona tal-ewro." BCE (2008), Deċiżjonijiet mehuda mill-Kunsill Governattiv, 18 ta' Diċembru 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.en.html>

¹² Il-Kummissjoni Ewropea (2009). Komunikazzjoni mill-Kummissjoni Ewropea, *Is-Supervizjoni Finanzjarja Ewropea*, COM(2009)252.

tad-derivattivi tal-utenti. Hafna mill-partecipanti tas-suq għandhom preferenza kummerċjali sabiex jinnegozjaw bl-OTC. Madankollu, l-importanza għall-istabbiltà finanzjarja tal-eżistenza ta' swieq trasparenti u effiċjenti fl-operat tagħhom għandhom ikunu l-konsiderazzjoni prinċipali. Hemm preferenza fis-soċjetà għall-postijiet tal-kummerċ trasparenti, kemm jista' jkun possibbli pubbliċi u standardizzati għall-iskop ta' valutazzjoni tar-riskju u d-determinazzjoni tal-prezz.

Sistema bbażata fuq il-kompetizzjoni bejn il-postijiet tal-kummerċ differenti (l-OTC, kambji u l-MTFs), hija wkoll vantaġġuza fis-sens ta' effiċjenza tas-suq sakemm il-postijiet kollha jkunu suġġetti għal trasparenza adegwata u r-rekwiżiti organizzativi li jiżguraw kompetizzjoni ġusta. Din l-għażla għal kummerċ trasparenti u organizzat hija xi haġa magħrufa fi swieq finanzjarji oħra. Id-Direttiva tas-Swieq tal-Istrumenti Finanzjarji (MiFID) neħhiet ir-regola fejn il-kummerċ għandu jsir fi swieq regolati (l-hekk magħrufa "regola ta' konċentrazzjoni"), imma għamlet postijiet oħra tal-kummerċ (l-MTFs, l-internalizzaturi sistematiċi) suġġett għar-rekwiżiti tat-trasparenza xierqa. Skont dan, il-kompetizzjoni bejn il-postijiet tal-kummerċ, għall-ekwitajiet tal-flus, issehh taht l-umbrella tar-regoli tat-trasparenza u l-organizzazzjoni komuni. Madankollu, l-amministrazzjoni tat-trasparenza tal-MiFIDs bħalissa ma tkoprix derivattivi u r-rapportar tat-tranżazzjonijiet ma japplikax għall-istrumenti finanzjarji li mhumiex aċċettati għal kummerċ fuq suq regolat.

Il-Kummissjoni se teżamina kif se tasal fi proċess tal-kummerċ iktar trasparenti u effiċjenti għad-derivattivi OTC, filwaqt li tqis in-natura speċifika u flessibbli tas-swieq tad-derivattivi OTC u l-amministrazzjoni applikabbli għall-ekwitajiet tal-flus. F'dan ir-rigward il-Kummissjoni se tkompli tivvaluta (i) id-dirottat tal-flussi tal-kummerċ f'postijiet tal-kummerċ trasparenti u effiċjenti u (ii) il-livell xieraq tat-trasparenza (il-prezz, it-tranżazzjoni, il-pożizzjoni) għall-varjetà tal-postijiet tal-kummerċ tas-swieq tad-derivattivi.

6. GĦELUQ

Id-derivattivi għandhom rwol importanti fl-ekonomija imma huma assoċjati ma' ċerti riskji. Il-kriżi aċċennat li dawn ir-riskji mhumiex mitigati suffiċjentement fil-parti tas-suq tal-OTC, speċjalment f'dak li jikkonċerna s-CDS. Mill-bidu tal-kriżi finanzjarja, il-Kummissjoni ħadmet sabiex tindirizza l-iżjed riskji urgenti minn dawn.

Imma apparti dan il-Kummissjoni se tikkunsidra iżjed miżuri sabiex timxi 'l quddiem b'iżjed standardizzazzjoni u t-trasparenza tat-tranżazzjonijiet, biex tikkonsolida l-mixja lejn ir-rilaxx mis-CCP u tiżgura li ssir n-norma għas-swieq tad-derivattivi OTC kollha, u tmexxi l-flussi ta' kummerċ ieħor lejn postijiet tal-kummerċ trasparenti u effiċjenti, fejn huwa possibbli.

Wara l-konsultazzjoni pubblika li din il-Komunikazzjoni tvara, il-Kummissjoni se torganizza laqgħa pubblika fil-25 ta' Settembru 2009. Il-ħsibijiet u l-evidenzi ppreżentati mill-partijiet interessati se jidhlu f'eżerċizzju ta' valutazzjoni tal-impatt dettaljat li se jgħin lill-Kummissjoni tiffirma l-approċċ tagħha. Il-Kummissjoni, billi tqis ir-riżultat tal-konsultazzjoni se tiġbor il-konkluzjonijiet tal-operat qabel tmiem il-mandat tagħha kurrenti u tippreżenta l-inizzjattivi xierqa, inkluż il-proposti legiżlattivi ġustifikabbli, qabel l-aħħar tas-sena.

Il-Kummissjoni se tqis kompletament l-isforzi tal-industrija, kif ukoll l-iżviluppi tal-iżhab prinċipali tal-UE u partikolarment, il-qafas regolatorju komprensiv għad-derivattivi tal-OTC imħabbar mit-Teżor tal-Istati Uniti. Dan notevolment ifisser obbligu sabiex jiġu approvati l-kuntratti tad-derivattivi OTC standardizzati kollha fuq is-CCPs u inkoraġġiment sabiex il-

kummerè isir fuq "kambji regolati u sistemi trasparenti tal-eżekuzzjoni tal-kummerè elettroniku għad-derivattivi OTC regolati".¹³ Il-Kummissjoni se tkompli taħdem fuq dawn il-kwistjonijiet mal-awtoritajiet tal-Istati Uniti, *inter alia* fil-kuntest tad-djalogu regolatorju tas-servizzi finanzjarji, sabiex tiżgura konsistenza globali fl-approċċi tal-politika u tevita kwalunkwe riskju ta' arbitraġġ regolatorju.

¹³ Ara l-US Treasury Financial Regulatory Reform, 17 ta' Ġunju 2009.