

Trilogue MIF, aspects *Commodities*

1. Définition des instruments financiers – *MiFID*, annexe I-C, point 6

➤ L'AMAFI souhaite attirer l'attention sur plusieurs éléments qui devraient être pris en compte par les autorités françaises dans le cadre des négociations du trilogue :

- Importance de la cohérence de la définition des instruments financiers (IF) quelque soit la plateforme ou le lieu d'exécution sur lequel ils sont traités afin d'assurer un cadre juridique stable, cohérent et uniforme pour tous les intervenants de marchés. Cela afin également d'éviter de créer un biais concurrentiel entre plateformes.
- Importance de maintenir les *futures* offrant la possibilité d'un dénouement physique dans la catégorie d'IF. Les intervenants sur ces contrats sont attachés à la sécurité qu'offre le cadre réglementé de la catégorie d'instruments financiers, tant en termes de marché (négociation et compensation) que d'un point de vue du droit des procédures collectives (*Voir Infra*). A tout le moins, pour qu'un instrument ne soit pas qualifié d'IF, il conviendrait qu'il soit défini avec des caractéristiques strictes et stables (par exemple qui impliquerait l'obligation d'une livraison physique sans possibilité de dénouement anticipé) et non en fonction du type d'acteurs y ayant recours (financiers versus non financiers) ni en fonction du lieu de négociation.
- Importance de préserver la *capacité* des PSI français à bénéficier, lors des procédures collectives avec des non-PSI, des règles de *close-out netting*. En effet, en France, le *netting* entre un PSI et un non PSI ne peut s'appliquer qu'aux opérations financières résultant d'opérations sur instruments financiers, art. L. 211-36, I et II, 1, Comofi (lors de la transposition de la directive *Collateral*, la France a choisi d'appliquer un *opt-out*). Il en résulte que la sortie des contrats financiers à dénouement physique du champ des instruments financiers serait particulièrement pénalisante pour les PSI français :
 - Ils ne pourraient plus bénéficier du *netting*, ce qui implique des conséquences prudentielles lourdes puisque le risque de crédit sur une contrepartie serait dès lors calculé en brut et non plus en net.
 - Les clients/contreparties pourraient être incités à négocier avec des contreparties non-françaises qui, elles, ne sont pas limitées dans leurs opérations de résiliation-compensation.
- Effet juridique sur les contrats en cours

Il faut par ailleurs souligner qu'une telle évolution réglementaire de la définition d'instruments financiers comporte nécessairement des conséquences en termes de sécurité juridique pour les contrats en cours dont les contreparties pourraient alors décider la résiliation. Il sera alors important d'assurer que cette conséquence soit connue des parties et intégrée dans les contrats.

- Nous comprenons que les discussions en cours autour de la nature des contrats à terme sur matières premières à dénouement physique portent essentiellement sur les marchés de l'énergie, pour lesquels certains contrats à terme jouent un rôle essentiel dans la sécurisation de l'approvisionnement physique. Dans ces discussions, il est important de prendre en compte le fait que sur les marchés européens de l'énergie, il existe une réglementation européenne, REMIT, qui pourrait avoir vocation à encadrer les contrats à terme qui ne seraient pas dans le champ de la MIF.
- Si les négociations s'orientent vers une sortie des contrats sur matières premières à dénouement physique de la catégorie d'IF, plusieurs conditions devraient alors être assurées :
 1. Seuls devraient être concernés les contrats ne pouvant pas être dénoués autrement que physiquement, conclus à des fins exclusivement commerciales et quelque-soit le lieu d'exécution sur lequel ils sont négociés.

Ce qui peut s'apparenter à proposer une exclusion de la catégorie des IF à «*all contracts that must be physically settled and can not be unwound, irrespective of the trading venue they are traded*».

2. La législation française relative à la compensation et à la garantie financière - article L 211-36 du Code monétaire et financier – qui limite les opérations de *netting* entre PSI et non-PSI aux opérations portant sur des instruments financiers devrait être adaptée en conséquence avant l'entrée en vigueur de MIF2 ou au minimum demeurer inchangée.

2. Limites de position – MiFID article 59

- ✓ 2.1 Elargir l'exemption pour des besoins de couverture

L'exemption pour des besoins de couverture devrait être étendue aux positions prises par les établissements financiers lorsqu'ils agissent en couverture de leurs opérations avec des acteurs non financiers.

- ✓ 2.2 Définir les objectifs du dispositif afin d'en qualifier l'application territoriale et inclure un objectif de convergence avec les dispositifs étrangers équivalents

Si l'objectif des limites de positions est de protéger un marché particulier (une plateforme de négociation), il s'agira alors de limiter la constitution de positions dominantes sur un contrat particulier ; ou

S'il s'agit plutôt de contrôler l'emprise d'un même acteur sur un instrument susceptible d'influencer le prix d'une matière première, dans ce cas, un tel dispositif n'a de sens que s'il est appliqué au niveau mondial, sur tous les marchés pertinents et ne peut se limiter aux seuls marchés européens et/ ou aux dérivés qui réfèrent ces marchés. La question se poserait alors de la superposition de limites (cf 2.2) pour certains produits/marchés ainsi que celle de l'appréciation de la corrélation entre des produits qui semblent similaires (1 contrat Blé MATIF est différent du contrat Blé négocié sur le CBOT ou du contrat Blé du Liffe ou du contrat Blé traité sur le Kansas City Board of Trade).

- ✓ 2.3 Supprimer la faculté laissée aux autorités nationales d'imposer dans leurs Etats membres des limites de positions plus strictes (art.59.8).

Les marchés des *commodities* ne sont pas des marchés purement nationaux. Sauf à considérer comme justifié le fait de ne limiter que les intervenants de l'Etat membre considéré, la faculté laissée aux autorités nationales d'imposer dans leurs Etats membres des limites de positions plus strictes devrait être supprimée. Dans ce contexte, la suppression de l'article 59.8, tel qu'il est envisagé dans le dernier non-papier de la Commission européenne, nous semble opportune.

- ✓ 2.4 Calibrer, aux niveaux 1 et 2, le dispositif de limites de positions pour qu'il soit à la fois rendu techniquement possible et efficace.

Les limites de position doivent s'appliquer en post-market et non pas en pre-market (end of day versus intraday) et ne peuvent faire l'objet d'un suivi en real time qui serait techniquement très difficile à mettre en œuvre.

Le mécanisme de limites de position doit être instauré en s'appuyant principalement sur l'échéance la plus proche (afin d'assurer la convergence entre le prix du contrat future à son terme et celui du marché physique).

Proposition de rédaction pour l'article 59 (au regard de la proposition de rédaction du Non-papier de la Commission européenne):

1. Member States shall ensure that competent authorities apply the position limits established in accordance to paragraph 6 on the size of the gross long and gross short position in a commodity derivative which a person can hold for every maturity **at end of day** ~~in real time~~ and for every **short term** delivery and settlement period. These limits shall be set on the basis of all positions held by a person and those held on its behalf at an aggregate group level and shall be differentiated by classes of persons in order to:

- b. prevent market abuse;
- c. support orderly pricing and settlement conditions;
(ca) prevent the build-up of market distorting positions.

2. Position limits shall not apply to positions **entered into by non-financial entities as well as their counterparties which are** objectively measurable as reducing risks directly related to ~~the~~ ~~their~~ commercial activity ~~of a non-financial entity~~ or of a person who acts on behalf of that non-financial ~~entity.~~"

Position limits shall specify clear percentage quantitative thresholds for the maximum size of a position in a commodity derivative that persons can *hold* for every maturity **at end of day** ~~in real time~~ and for every **short term** delivery and settlement period.

3. Member States shall ensure that an investment firm or a market operator operating a trading venue which trades commodity derivatives apply position management controls in order to detect and remedy breaches of position limits. These controls shall include at least, the powers for the trading venue with regard to its members, participants and clients to:

- a. monitor the open interest positions;
- b. access information, including all relevant documentation about the size and purpose of a position or exposure entered into, information about beneficial or underlying owners, any concert arrangements, and any related assets or liabilities in the underlying market;

- c. require the termination or the reduction of a position on a temporary or permanent basis as the specific case may require and take appropriate action to ensure compliance and
 - d. where appropriate, require that liquidity is provided back into the market at an agreed price and volume on a temporary basis with the express intent of mitigating the effects of a large or dominant position.
4. The position management controls shall be transparent and non-discriminatory in how they apply and shall take account of the nature and composition of members, participants and clients of the trading venue and of the use they make of the contracts.
5. The investment firm or market operator operating the trading venue shall communicate to the competent authority the details of position management controls. The competent authority shall communicate the same information to ESMA, which shall publish and maintain on its website a database with summaries of the position management controls.
6. ESMA shall develop draft regulatory technical standards to determine:
- a. quantitative percentage thresholds for the maximum size of a position that persons can *hold* for every maturity **at end of day** and for every **short term** delivery and settlement period in accordance with paragraphs 2;
 - (aa) the unit in which these thresholds are expressed;
 - (aaa) contracts to be included in the calculation of the positions for a specific commodity *having regard to whether they are economically equivalent to a contract on a commodity deliverable in EU*;
 - b. *the criteria and methods for determining whether a position qualifies as reducing risks ~~directly~~ related to commercial activities*;
 - c. *the methods for calculating and aggregating positions aiming to ensure aggregation at group level and of all positions held by a person and those held on its behalf*;
 - d. *the criteria for differentiating by classes of persons that may hold a position*;
 - e. the details of position management controls referred to in paragraph 5 which investment firms or market operators shall communicate to competent authorities.

In developing the regulatory technical standards, ESMA shall take account of the following:

- a. whether the financial instruments can be physically settled or are cash settled;
- b. the maturity of the commodity derivative contracts;
- c. the deliverable supply in the underlying commodity;
- d. the overall open interest in the respective commodity derivative contracts;
- e. the overall open interest in other financial instruments with the same underlying commodity;
- f. the level of volatility in the relevant markets, including substitutable derivatives and the underlying commodity markets;
- g. the number and size of the persons which may hold a position ;
- h. the characteristics of the underlining *commodity market, including patterns of production, consumption and transportation to market*;
- i. the experiences with the position limits that have been employed by investment firms or market operators operating a trading venue.

*After conducting an open public consultation, ESMA shall submit those draft regulatory technical standards, to the Commission by [...]**

**OJ please insert date: x months after the date of entry into force of this Directive.*

Power shall be delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.

~~8. Competent authorities shall not impose limits which are more restrictive than those established in accordance with paragraph 6 except in exceptional cases where they are objectively justified and proportionate taking into account the liquidity of the specific market and the orderly functioning of that market. Competent authorities shall publish on their website the details of the restrictive position limits they decide to impose, which shall be valid for an initial period not exceeding six months from the date of their publication on the website [...]. The restrictive position limits may be renewed for further periods not exceeding six months at a time if the grounds for the restriction continue to be applicable. If [...] not renewed after that six-month period, they shall automatically expire.~~

~~Where competent authorities decide to impose more restrictive position limits, they shall notify ESMA. The notification shall include a justification for the more restrictive position limits. ESMA shall, within 24 hours, issue an opinion on whether it considers that the restrictive position limits are necessary to address the exceptional case. The opinion shall be published on ESMA's website.~~

~~Where a competent authority imposes limits contrary to an ESMA opinion, it shall immediately publish on its website a notice fully explaining its reasons for doing so.~~

