

An English version is
available after page 7

EUROPEAN COMMISSION Consultation Document

Possible initiatives to enhance the resilience of OTC Derivatives Markets

1. L'AMAFI (Association française des marchés financiers) regroupe plus de 120 adhérents, actifs sur les différents marchés cash et dérivés des produits actions, taux et marchandises ou exerçant des fonctions d'infrastructures de marché (négociation, compensation et règlement-livraison), et dont un peu plus du tiers sont filiales ou succursales d'établissements étrangers.

L'amélioration du fonctionnement des marchés dérivés de gré à gré, surtout au regard des enseignements tirés de la crise, constitue un sujet évidemment important. L'AMAFI est donc heureuse de pouvoir contribuer aux réflexions que mène la Commission européenne sur cette question.

Executive Summary

Les propositions faites dans le document de consultation sont particulièrement bienvenues dans l'optique d'améliorer le fonctionnement des marchés dérivés OTC. L'AMAFI considère en effet que les axes retenus par la Commission (promouvoir la standardisation, promouvoir l'usage de CDRs et de CCPs accroître la transparence des prix..) sont pertinents. Bien évidemment toutefois, « *one size does not fit all* » et le futur cadre réglementaire doit être adapté et proportionné à chaque produit ou marché.

Les marchés OTC étant internationaux, il est indispensable d'assurer une convergence entre les règles européennes, américaines et asiatiques et de prévoir des échanges d'information entre les régulateurs de ces différentes zones.

Il n'y a pas lieu d'augmenter les exigences de fonds propres pour les opérations qui ne passeraient pas par une CCP, la directive CRD prévoyant déjà un régime de fonds propres favorables aux opérations garanties par une CCP. En revanche, il devrait être envisagé la modulation de régime de fonds propres en fonction de la sécurité effective apportée par la CCP utilisée : l'expérience montre par exemple que les CCP qui ont un accès direct à la monnaie Banque Centrale offrent une sécurité particulièrement grande en cas de choc systémique.

Les standards CESR-SEBC ne peuvent constituer à eux seuls le cadre de fonctionnement des CCPs en Europe. Alors que ces entités ont un rôle tout à fait central pour la gestion des risques, et particulièrement la gestion du risque systémique, il est nécessaire de les placer dans un cadre d'exercice ambitieux. Celui-ci devrait notamment prévoir, comme aux Etats-Unis, que les CCPs soient supervisées par une Banque Centrale et aient accès à la monnaie Banque Centrale des produits traités.

PROMOTING FURTHER STANDARDISATION

(1) What would be a valid reason not to use electronic means as a tool for contracts standardisation?

2. L'AMAFI considère que toute initiative visant à mettre en place des processus électroniques d'automatisation du cycle de transaction est hautement souhaitable pour la sécurité du marché. Bien évidemment le degré de standardisation optimum dépend du type de produit et du type de contrepartie.

S'agissant des produits, trois catégories peuvent être distinguées :

- ✓ La première concerne les produits les plus standardisés – quasi fongibles, comme les produits dit « vanilles », pour lesquels des possibilités de traitement électronique devrait systématiquement exister.
- ✓ La deuxième catégorie inclut des produits moins standardisés dans la mesure où ils sont adaptés pour répondre à des besoins spécifiques des clients. Pour ces produits, comme les swaps de taux d'intérêts ou les swaps sur actions, les initiatives de standardisation menées par l'ISDA doivent être fortement encouragées.
- ✓ La troisième catégorie comprend des produits qui ne peuvent être standardisés comme par exemple la couverture d'un plan de « stock options ». Dans ce cas l'utilisation d'outils électroniques standard n'est pas appropriée.

S'agissant des intervenants, l'AMAFI considère qu'il convient de prendre en compte la fréquence d'intervention des opérateurs ainsi que la taille de leur position. Les opérateurs qui interviennent fréquemment ou prennent des positions importantes sur les marchés dérivés, comme les institutions financières ou les hedge funds, doivent utiliser des outils électroniques pour traiter le cycle de transaction. En revanche, les opérateurs qui utilisent les produits dérivés de façon plus marginale, comme la plupart des entreprises, ne doivent pas être contraintes à utiliser des outils électroniques sophistiqués.

(2) Should contracts standardisation be measured by the level of process automation? What other indicators can be used?

3. Pour mesurer le niveau de standardisation des contrats deux éléments distincts doivent être pris en compte : le processus de négociation et la gestion des événements qui interviennent pendant la vie du contrat.

La standardisation des contrats est aujourd'hui suffisamment avancée pour permettre la mise en place de processus automatisé de transaction de certains produits dérivés de gré à gré, avec notamment des mécanismes de confirmation automatique. Pour autant, cela ne peut suffire à considérer que l'objectif de standardisation est atteint : il faut aussi que l'industrie établisse un accord sur les conditions de traitement de certains événements qui interviennent pendant la vie du contrat. Il convient en conséquence de poursuivre les travaux actuellement menés sous l'égide de l'ISDA. Si ceux-ci ont conduit à des avancées importantes ces derniers mois sur la question des « *credit events* » pour les dérivés de crédit, de lourds travaux sont encore à mener pour traiter les « *Market Disruption Events* » ou les « *Corporate actions* ».

4. Cette question d'une standardisation qui englobe aussi les événements affectant le contrat est en tout état de cause particulièrement importante si on considère l'éventualité de traiter les produits au travers d'une CCP.

(3) Should non-standardised contracts face higher capital charges for operational risk?

5. L'AMAFI considère que le régime actuel de la Directive CRD est suffisant pour traiter le risque opérationnel lié aux contrats dérivés de gré à gré. A contrario, des diminutions d'exigence de fonds propres devraient être envisagées pour les contrats qui ont atteint un certain degré de standardisation et/ou qui sont compensés par une CCP compte tenu de la diminution importante du risque opérationnel que ce type de processus engendre.

Ces diminutions devraient toutefois être modulées pour tenir compte des différences en termes de sécurité supplémentaire qui peuvent résulter du modèle d'organisation de la CCP utilisée. Il est indéniable par exemple que les CCP qui ont un accès direct à la monnaie Banque Centrale offrent une sécurité particulièrement grande en cas de choc systémique.

(4) What other incentives toward standardisation could be used, especially for non-credit institutions?

6. A ce stade de la réflexion, l'AMAFI considère qu'il n'est pas nécessaire de prendre des mesures réglementaires supplémentaires pour les opérateurs non banques. Il serait toutefois nécessaire de mener une réflexion pour vérifier que certains de ces opérateurs, par leur importance, ne peuvent être source de risque systémique.

STRENGTHENING BILATERAL COLLATERAL MANAGEMENT FOR NON-CCP ELIGIBLE OTC DERIVATIVES

(5) How could the coverage of collateralised credit exposures be improved?

7. Les règles définies par Bâle 2 sont aujourd'hui adaptées pour traiter les de façon différenciées les expositions de crédits collatéralisés ou non. L'enjeu dans ce domaine est aujourd'hui la mise en place de ces règles de façon homogène au niveau mondial.

(6) Are there markets where daily valuation, exchange of collateral and portfolio reconciliation cannot be the goal? Please justify.

8. L'AMAFI considère qu'une évaluation quotidienne avec échange de collatéral et réconciliation du portefeuille doit être un objectif à atteindre car elle permet de diminuer fortement les expositions au risque. Néanmoins, il convient de souligner que certaines contreparties (certaines entreprises par exemple) ne sont pas outillées pour procéder à de telles réconciliations sur une base quotidienne, et qu'il serait disproportionné de leur demander de l'être.

(7) How frequently should multilateral netting be used?

9. La fréquence du "netting" multilateral approprié dépend des produits, des marchés et du nombre de transactions effectuées par les opérateurs. Il n'y a pas de réponse unique.

(8) Should bilateral collateral management be left to self-regulatory initiatives or does it need to be incentivised by appropriate legislative instruments?

10. L'AMAFI considère qu'il n'y a pas de raison d'imposer des mesures réglementaire visant à contraindre la mise en place de collatéral.

CENTRAL DATA REPOSITORIES

(9) Are there market segments for which a central data repository is not necessary or desirable?

11. L'AMAFI estime que tous les segments de marché peuvent et doivent bénéficier des services d'un dépositaire central (Central Data Repository : CDR). Cette situation permettrait de mettre en place un reporting efficace des positions pour les régulateurs. Pour rendre le reporting efficace, il est toutefois indispensable que tous les régulateurs aient accès aux informations dont ils ont besoin, quelle que soit la localisation de la CDR et que cette dernière soit responsable des informations à fournir aux régulateurs.

(10) Which regulatory requirements should central data repositories be subject to?

12. Les régulateurs devraient élaborer une liste de standards applicables à l'ensemble des CDRs. Ces standards devront notamment porter sur la confidentialité des données gérées par la CDR. Les CRDs doivent être considérées comme des infrastructures, avec une gouvernance appropriée, et ne doivent pas être autorisées à prendre des risques de crédit ou de marché.

(11) What information should be disclosed to the public?

13. A ce stade de la réflexion, l'AMAFI considère que les informations des CDRs sont avant tout nécessaires pour assurer une surveillance efficace des risques systémiques et doivent donc être réservées aux régulateurs. Pour que des informations soient rendues publics, il faut préalablement démontrer que cela servirait l'intérêt général. En tout état une telle publication ne devrait alors être opérée que sous une forme anonyme et agrégée.

MOVE CLEARING OF STANDARDIZED OTC DERIVATIVES TO CCPS

(12) Do you agree that the eligibility of contracts should be left to CCPs? Which governance arrangements might be necessary for this decision to be left to the CCPs' risk committees?

14. La responsabilité d'accepter ou non des types de contrats doit nécessairement appartenir à la CCP. Dans ce cadre, elles doivent être dotées d'un système de gestion des risques efficace et d'un système de gouvernance approprié en étroite liaison avec les utilisateurs et les régulateurs.

(13) What additional benefits should the CCP provide to secure a broader use of its services?

15. Les points suivants peuvent être considérés.
- ✓ Harmonisation de la gestion des "*market disruption events*" et des "*corporate transactions*" en Europe.
 - ✓ Mis en place de "*tri party repo*"
 - ✓ Gestion du collatéral et protection des clients

(14) Is the zero-risk weighting a sufficiently effective incentive for using CCPs across different market segments?

16. Les règles prudentielles actuelles sont efficaces pour inciter l'utilisation des CCPs par les participants de marché.

(15) Should additional requirements, such as appropriate account segregation, be introduced to apply the zero-risk weighting to indirect participants?

17. Non, l'AMAFI considère qu'il n'y a pas de raison d'imposer une ségrégation au niveau de la CCP.

(16) Should bilateral clearing of CCP-eligible CDS be penalised and, if so, to what extent? Is there a need to extend regulatory incentives to clear through a CCP to other derivatives products?

18. L'AMAFI considère que les règles prudentielles actuelles sont suffisantes et qu'il n'y a pas lieu de pénaliser le clearing bilatéral.

(17) Under which conditions should exemptions be granted and by whom?

19. Pour l'AMAFI, il n'y a pas de raison d'interdire le clearing bilatéral

(18) What is the minimum acceptable ratio of CCP cleared/eligible contract? What is the maximum acceptable number of non-eligible contracts?

20. Il n'est pas possible de définir un ratio unique. Le nombre de contrats transitant par une CCP dépend du type de produit et du type de contrepartie.

(19) What statistics need to be provided to regulators to make sure they have all the information necessary to perform their duties?

21. L'AMAFI n'a pas, à ce stade, de propositions particulières à formuler.

(20) How could European legislation help ensuring safety, soundness and a level playing field between CCPs?

22. L'AMAFI considère que les standards CESR-ESCB constituent un premier socle utile d'harmonisation pour les CCPs en Europe. Néanmoins ce socle n'est pas suffisant pour assurer un véritable « level playing field » en Europe dans la mesure où certaines recommandations sont trop peu précises et où certains aspects ne sont pas traités (statut, gestions de certains risques ...).

Pour l'AMAFI, il est indispensable que soit défini au niveau européen un véritable cadre d'exercice des fonctions de post marché qui, nécessairement, va bien au-delà des recommandations CESR-ESCB. S'agissant spécifiquement des CCPs, cette régulation devrait essentiellement encadrer les risques liés à l'activité de compensation (risque juridique, risque opérationnel, risque de crédit, risque de marché, risque de liquidité, ...). La compétition entre les CCPs ne doit en effet pas porter sur la gestion des risques, au risque d'un alignement par le bas contraire aux objectifs poursuivis, mais sur la nature et l'étendue des services à valeur ajoutée proposés ainsi que sur les tarifs.

23. Comme l'ont montré certains événements intervenus pendant la crise financière, un des risques majeurs auquel doit faire face une CCP en case de défaillance d'un participant important est le risque de liquidité. Pour prévenir ce risque, il est nécessaire que la CCP ait un lien direct avec la monnaie Banque Centrale des produits qu'elle compense. En situation de crise, seul un lien étroit avec la Banque Centrale permet l'injection de liquidité en cours de journée (et en tant que de besoin, au-delà de la journée) nécessaire pour que la CCP puissent continuer de fonctionner de façon efficace vis-à-vis des participants non défaillants.

Sur ce point, il convient de souligner que les autorités américaines préconisent que les systèmes de Clearing important soient placés sous l'autorité de la Réserve Fédérale et aient accès à la monnaie Banque Centrale. Dans son rapport publié en juin 2009 (« *Rebuilding Financial Supervision and Regulation* »), le Département du Trésor propose ainsi : “*We propose that the Federal Reserve have the responsibility and authority to conduct oversight of systemically important payment, clearing and settlement systems, and activities of financial firms*” et ajoute : “*We propose that the Federal Reserve have authority to provide systemically important payment, clearing, and settlement systems access to Reserve Bank accounts, financial services, and the discount window.*” L'analyse faite par le Département du Trésor pour justifier ces préconisations rejoint celle de l'AMAFI.

Enfin, l'AMAFI considère que la notion d'interopérabilité promue par la Commission Européenne doit être regardée avec une circonspection accrue dans le domaines des dérivés compte tenu de la nature des risques encourus. A ce stade, elle ne devrait pas être encouragée.

INCREASE TRANSPARENCY OF PRICES, TRANSACTIONS AND POSITIONS

(21) Should MiFID-type pre- and post-trade transparency rules be extended to non-equities products? Are there other means to ensure transparency?

24. L'amélioration de la transparence des marchés dérivés est indiscutablement légitime. Il est toutefois douteux que cela puisse passer l'extension des règles de transparence de la directive MIF, élaborées pour satisfaire les besoins du marché des actions. Il s'agit donc de calibrer ces règles de façon fine, produit par produit, afin de tenir compte de la spécificité de chaque marché.

(22) How should transaction reporting of OTC derivatives to competent authorities be envisaged? Should it be extended to all contracts or to certain categories? If so, which ones? Are there other means to ensure that the competent authorities receive the relevant information on OTC derivatives transactions?

25. La fourniture d'information sur les transactions aux autorités compétentes relève de la responsabilité des CDRs et des CCPs où les transactions sont enregistrées. L'information disponible devrait permettre aux autorités d'assurer la surveillance des activités de marché. Il n'y a pas de raison a priori d'exclure certains types de contrats du système de reporting.

(23) How should position reporting of derivatives to competent authorities be envisaged? Should it be extended to all contracts or to certain categories? If so, which ones? Are there other means to ensure that the competent authorities receive the relevant information on the exposures to particular contracts?

26. La réponse est la même pour les positions que pour les transactions.

MOVE TRADING TO MORE PUBLIC TRADING VENUES

(24) How can further trade flow be channelled through transparent and efficient trading venues? What would be the appropriate level of transparency (price, transaction, position) for the different derivatives markets?

27. La cotation des produits sur des systèmes de négociation publics offre certains avantages en matière d'efficacité du processus de formation des prix et d'équité d'accès au marché entre les différents participants. Certains produits « vanilles » évolueront naturellement vers des plates-formes de négociation.



Contacts: Emmanuel de Fournoux – Director of Market Infrastructures, edefournoux@amafi.fr
+331 53 83 00 70

EUROPEAN COMMISSION Consultation Document

Possible initiatives to enhance the resilience of OTC Derivatives Markets

1. Association française des marchés financiers (AMAFI) has more than 120 members representing over 10,000 professionals who operate in the cash and derivatives markets for equities, fixed-income products and commodities, or who perform market infrastructure functions (trading, clearing, and settlement). Slightly more than a third of our members are subsidiaries or branches of non-French institutions.

Improving the operation of the over-the-counter (OTC) derivatives markets, particularly in light of the lessons learned from the financial crisis, is obviously important. AMAFI is therefore pleased to be able to contribute to the European Commission's thinking on this issue.

Executive Summary

The proposals in the consultation document are particularly welcome from the perspective of improving the operation of the OTC derivatives markets. AMAFI considers the policy options adopted by the Commission, namely promoting standardisation and the use of central data repositories and central counterparties (CCPs) to increase price transparency, are relevant. Clearly, however, one size does not fit all, and the future regulatory framework needs to be suitable and proportionate to each product or market.

Since OTC markets are international, convergence between European, America and Asian rules is essential, as is the exchange of information between regulators in different regions.

There is no need to increase capital requirements for transactions that are not processed through a CCP, since the regime in the Capital Requirements Directive already affords preferential treatment to transactions guaranteed by a CCP. However, it would be a good idea to modulate capital requirements according to the level of security actually provided by the CCP in question. Experience has shown, for example, that CCPs with direct access to central bank money provide a particularly high level of security in the event of a systemic shock.

CESR-ESBC standards cannot by themselves provide an adequate operating framework for CCPs in Europe. Since CCPs play a key role in managing risk – particularly systemic risk – they need to be placed within a far-reaching framework. In particular, provision should be made for CCPs to be supervised by a central bank and to have access to the central bank money of the products they clear, as is the case in the United States.

PROMOTING FURTHER STANDARDISATION

(1) What would be a valid reason not to use electronic means as a tool for contracts standardisation?

2. AMAFI considers that initiatives to establish electronic processes for automating the trading cycle would be highly desirable for the purposes of market security. However, the optimum degree of standardisation clearly depends on the type of product and the type of counterparty.

Three categories of products can be distinguished:

- ✓ The first category consists of the most standardised, quasi-fungible products, such as “plain vanilla” instruments, for which electronic processing should be systematically available.
- ✓ The second category includes less standardised products, such as interest rate swaps and equity swaps, that are tailored to the specific needs of customers. For these products, the standardisation initiatives led by ISDA should be strongly encouraged.
- ✓ The third category consists of products that cannot be standardised, such as hedges for stock option plans. In this case, the use of standardised electronic tools is inappropriate.

Regarding market participants, AMAFI believes that the proposals should take into account the frequency with which they trade as well as the size of their positions. Participants that trade frequently or that take large positions in derivatives markets, such as financial institutions and hedge funds, should use electronic tools to process the trading cycle. On the other hand, participants that use derivatives to a lesser extent, such as most businesses, should not be forced to use sophisticated electronic tools.

(2) Should contracts standardisation be measured by the level of process automation? What other indicators can be used?

3. Two separate elements should be considered in assessing the degree of contract standardisation: the trading process and the management of events that occur during the life of the contract.

Contract standardisation is now sufficiently far advanced so that an automated trading process, featuring automatic confirmation mechanisms among other things, can be introduced for some OTC derivatives. However, this by itself is not sufficient to achieve the goal of standardisation: the industry must also agree on the terms for dealing with certain events that can occur over the contract lifecycle. The work currently being conducted through ISDA should therefore be pursued. While significant progress has been made in recent months on credit events for credit derivatives, much remains to be done on the issues of market disruption events and corporate actions.

4. Standardisation, which also encompasses the occurrence of events that affect a contract, is particularly important if products are likely to be processed through a CCP.

(3) Should non-standardised contracts face higher capital charges for operational risk?

5. AMAFI considers that the current capital framework set out in the Capital Requirements Directive is sufficient to deal with the operational risk associated with OTC derivatives. Rather than higher charges, capital relief should be considered for contracts that have achieved a certain degree of standardisation or that are cleared by a CCP, in view of the large reduction in operational risk yielded by this type of process.

The amount of capital relief should vary depending on how much additional security is provided by the structure of the CCP used. For example, CCPs with direct access to central bank money provide a particularly high level of security in the event of a systemic shock.

(4) What other incentives toward standardisation could be used, especially for non-credit institutions?

6. At this stage, AMAFI believes that it is not necessary to take additional regulatory measures for non-bank firms. It would be useful, however, to reflect on whether some of these traders might be a source of systemic risk because of their size.

STRENGTHENING BILATERAL COLLATERAL MANAGEMENT FOR NON-CCP ELIGIBLE OTC DERIVATIVES

(5) How could the coverage of collateralised credit exposures be improved?

7. As they stand, the rules set forth in Basel 2 are suitable for treating credit exposures differently depending on whether or not they are collateralised. The challenge is to ensure that these rules are implemented in a uniform manner throughout the world.

(6) Are there markets where daily valuation, exchange of collateral and portfolio reconciliation cannot be the goal? Please justify.

8. AMAFI considers that daily valuation with exchange of collateral and portfolio reconciliation should be an objective, because it would greatly reduce risk exposures. However, some counterparties (for example, some businesses) are not equipped to conduct such reconciliations on a daily basis, and it would be both unfair and unwieldy to require them to do so.

(7) How frequently should multilateral netting be used?

9. There is no single right answer to this question. The appropriate frequency of multilateral netting depends on the products, the markets, and the number of trades made by market participants.

(8) Should bilateral collateral management be left to self-regulatory initiatives or does it need to be incentivised by appropriate legislative instruments?

10. AMAFI considers that there is no reason to impose regulatory measures that constrain the posting of collateral.

CENTRAL DATA REPOSITORIES

(9) Are there market segments for which a central data repository is not necessary or desirable?

11. AMAFI believes that all segments of the market can and should benefit from the services of a central data repository (CDR). This would make it possible to establish an effective system for reporting positions to regulators. For such a reporting system to be effective, it is essential that all regulators have access to the information they need, wherever the CRD is located; and also that the CDR be accountable for the information provided to regulators.

(10) Which regulatory requirements should central data repositories be subject to?

12. Regulators should compile a list of standards applicable to all CDRs, including standards on the confidentiality of data generated by them. CDRs should be considered as infrastructures, with appropriate governance, and should not be authorised to take on credit risk or market risk.

(11) What information should be disclosed to the public?

13. At this stage, AMAFI considers that information from CDRs is needed mainly to ensure effective supervision of systemic risks, and should thus be reserved for regulators. Before such information is made public, it must be shown that disclosure would be in the general interest. In any event, such information should not be published except in aggregate form, without identifying specific institutions.

MOVE CLEARING OF STANDARDIZED OTC DERIVATIVES TO CCPs

(12) Do you agree that the eligibility of contracts should be left to CCPs? Which governance arrangements might be necessary for this decision to be left to the CCPs' risk committees?

14. The responsibility for determining which types of contracts to accept must be left to CCPs. They should equip themselves with efficient risk management systems and appropriate systems of governance, in close collaboration with users and regulators.

(13) What additional benefits should the CCP provide to secure a broader use of its services?

15. The following points should be considered:

- ✓ Harmonised management of market disruption events and corporate actions in Europe
- ✓ Central clearing of tri-party repos
- ✓ Collateral management and customer protection

(14) Is the zero-risk weighting a sufficiently effective incentive for using CCPs across different market segments?

16. Current prudential rules are effective in encouraging market participants to use CCPs.

(15) Should additional requirements, such as appropriate account segregation, be introduced to apply the zero-risk weighting to indirect participants?

17. No, AMAFI sees no reason to introduce segregation at CCP level.

(16) Should bilateral clearing of CCP-eligible CDS be penalised and, if so, to what extent? Is there a need to extend regulatory incentives to clear through a CCP to other derivatives products?

18. AMAFI considers that the prudential rules are sufficient as they stand. There is no reason to penalise bilateral clearing.

(17) Under which conditions should exemptions be granted and by whom?

19. In AMAFI's opinion, there is no reason to prohibit bilateral clearing.

(18) What is the minimum acceptable ratio of CCP cleared/eligible contract? What is the maximum acceptable number of non-eligible contracts?

20. It is not possible to define a single ratio. The number of contracts transiting through a CCP depends on the type of product and the type of counterparty.

(19) What statistics need to be provided to regulators to make sure they have all the information necessary to perform their duties?

21. At this stage, AMAFI has no specific proposals to offer.

(20) How could European legislation help ensuring safety, soundness and a level playing field between CCPs?

22. AMAFI considers that the CESR-ESCB standards provide a sound initial basis for harmonising CCPs in Europe. However, they are not enough to ensure a genuinely level European playing field, since some of their recommendations are not sufficiently precise and some aspects (status, management of certain risks, etc.) are not covered.

In AMAFI's opinion, it is essential to determine a genuine European framework governing back-office functions, a framework that necessarily goes beyond the CESR-ESCB recommendations. As it applies to CCPs, this regulation should cover all the risks associated with clearing, including legal, operational, credit, market and liquidity risk. Competition between CCPs should not be based on risk management – which could result in a race to the bottom that is counter to prudential objectives – but rather on the value and scope of the services provided, and on price.

23. As events in the financial crisis have shown, one of the principal risks faced by a CCP when a large counterparty defaults is liquidity risk. To deal with this, the CCP needs to have direct access to the central bank money of the products it clears. In a crisis, only a close link with the central bank permits the intra-day (and, if needed, overnight) injection of liquidity needed to permit the CCP to continue doing business efficiently with non-defaulting participants.

It should be noted that the US authorities recommend that large clearing systems should be placed under the authority of the Federal Reserve and that they should have access to central bank money. In a report published in June 2009, ("Rebuilding Financial Supervision and Regulation"), the US Treasury Department proposed "that the Federal Reserve have the responsibility and authority to conduct oversight of systemically important payment, clearing and settlement systems, and activities of financial firms." The report added, "we propose that the Federal Reserve have authority to provide systemically important payment, clearing, and settlement systems access to Reserve Bank accounts, financial services, and the discount window." The Treasury Department's analysis in support of these recommendations concurs with AMAFI's findings.

Moreover, AMAFI considers that the notion of interoperability promoted by the European Commission should be viewed with caution in the area of derivatives, considering the type of risks involved. At this stage, interoperability should not be encouraged.

INCREASE TRANSPARENCY OF PRICES, TRANSACTIONS AND POSITIONS

(21) Should MiFID-type pre- and post-trade transparency rules be extended to non-equities products? Are there other means to ensure transparency?

24. The improvement of OTC market transparency is a legitimate issue. It is nevertheless doubtful that this can be done by the extension as is of MiFID transparency rules which were designed to meet the needs of the equity markets. They need to be carefully calibrated, product by product, to the specific features of each market.

(22) How should transaction reporting of OTC derivatives to competent authorities be envisaged? Should it be extended to all contracts or to certain categories? If so, which ones? Are there other means to ensure that the competent authorities receive the relevant information on OTC derivatives transactions?

25. Responsibility for reporting information on transactions to the competent authorities should lie with the CDRs and CCPs where the transactions are recorded. Reporting should permit the authorities to supervise market activity. There is no reason, in principle, to exclude certain types of contracts from transaction reporting.

(23) How should position reporting of derivatives to competent authorities be envisaged? Should it be extended to all contracts or to certain categories? If so, which ones? Are there other means to ensure that the competent authorities receive the relevant information on the exposures to particular contracts?

26. The response for positions is the same as that for transactions.

MOVE TRADING TO MORE PUBLIC TRADING VENUES

(24) How can further trade flow be channelled through transparent and efficient trading venues? What would be the appropriate level of transparency (price, transaction, position) for the different derivatives markets?

27. The listing of products on public trading systems offers various advantages in terms of efficient price formation and fair access of different participants to the market. Some plain vanilla instruments fall naturally into the category of products that could be listed on trading platforms.



Contacts: Emmanuel de Fournoux – Director of Market Infrastructures, edefournoux@amafi.fr
+331 53 83 00 70