

Une version française de ce document est disponible après la page 13.

**CONSULTATION PAPER ON
CESR / CEBS TECHNICAL ADVICE
TO THE EUROPEAN COMMISSION
ON THE REVIEW OF COMMODITIES BUSINESS**

Comments by AMAFI

1. *Association française des marchés financiers* (AMAFI) is the new name adopted on 19 June 2008 by the French Association of Investment Firms (AFEI). The purpose of the change – the new name means "financial markets association" – is to reflect the fact that AMAFI's remit now extends well beyond the concerns of investment firms alone and addresses issues relevant to financial market participants as a whole, i.e. investment firms, credit institutions and market infrastructures.

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. Nearly one-third of the members are subsidiaries or branches of non-French institutions. AMAFI's members are active in all the products traded on commodity markets, including grains, metals, energy (oil, gas and electricity) and carbon emissions.

2. CESR and CEBS issued a consultation document in mid-May in response to the European Commission's request for technical advice on commodity derivatives. Following a meticulous reading, AMAFI wishes to commend CESR and CEBS on the quality and detail of the consultation document, which makes a thorough analysis of the issues on which the European Commission has requested advice.

Before addressing the questions put by CESR and CEBS, AMAFI wishes to start by making a few general observations to fill out some aspects of the background and analysis provided in the consultation document.

A. – GENERAL OBSERVATIONS

3. Although they have existed for a long time, commodity derivatives markets have recently experienced a renewal driven by a combination of several factors:

- extremely rapid growth on some markets, particularly energy;
- the emergence of new products, including many intangible products, such as carbon emissions, which also look set to grow strongly;
- a sharp rise in the prices of raw materials and basic agricultural products, which, coupled with higher volatility, have caused a corresponding increase in hedging requirements;
- the rising financial component of these markets, which reflects a twin movement: first the growing participation of financial investors attracted not only by current performances but also and perhaps especially by the risk-diversifying properties of these markets, which are uncorrelated with conventional cash and derivatives markets; second, and as a corollary, the increasing involvement of financial institutions that naturally want to keep step with their clients as they access these products and markets.

➤ ***Commodity derivatives: a generic term for a wide range of products and markets***

4. The term "commodity derivatives" covers a wide range of products and markets with very different characteristics in a number of areas, including the following:

- Stages of development and hence maturity: some markets and products have long-standing track records while others are more youthful, including some, such as carbon emissions, that have only just been created.
- Underlyings, whose fundamentals may differ considerably: the requirements that underpin supply and demand for wheat are not the same as those for carbon emissions.
- Participants: these vary hugely in size, from farmers to firms that are global leaders in their sector, to say nothing of financial intermediaries and investors.
- Markets and products: in some, albeit minority, situations (electricity and gas, for example) these markets and products are linked to physical markets supervised by specific regulators whose actions may materially impact the functioning of derivatives markets.

For this reason, it is difficult to take a totally uniform approach to commodity derivatives, even though there are certainly some cross-cutting issues. Each market segment should therefore be considered individually to see whether proposed solutions are appropriate and applicable. A solution that works on one segment may be not just inappropriate but also counterproductive on others.

➤ ***Commodity derivatives: a global market not necessarily anchored in Europe***

5. The CESR/CEBS consultation document supplies data describing the commodity derivatives market in Europe and pointing to substantial growth in certain market segments. However, it provides little or no evidence to situate the European market with respect to the global setting in which it operates (except in the specific case of electricity).

Today, the two main centres for these markets are in the USA and Europe. These centres are in fierce competition, though they have specialised to some extent. The USA has a strong position in agricultural products and oil, while Europe is a leader in metals and energy (electricity and gas). But the USA and Europe cannot assume that these activities will remain concentrated with them forever. In this business as in others, no position is final – a point illustrated by the rise of the India/Asia regions in certain segments.

6. In AMAFI's view, it is particularly important that CESR and CEBS should not overlook this aspect in their discussions. Any unwarranted handicap on commodity derivatives activities in Europe will surely cause business to move to other regions, leading to slower growth in the value added and jobs generated by these activities, if not outright destruction.

While this is not a reason to do nothing, the proposed rules must be considered very carefully to ensure that they help to enhance market functioning for the benefit of users. Failing that, they should address the failures exposed in the regulatory arrangements.

➤ ***Financial markets and commodity derivatives markets: fundamentally different regulations***

7. The foundations of regulation for financial activities in general, and for financial markets in particular, are very old. They are based on two pillars that are central to the advice requested from CESR and CEBS. The first pillar is to ensure confidence. Without confidence, the financial system cannot play its role, which is to enable money to circulate and bring savers and borrowers together, thus promoting a well functioning economy. The second pillar is to ensure the safety of the system and participants, notably by making sure that the failure of one does not impact others and cause the entire system to seize up. While the second pillar is indissociable from the first insofar as it is a key factor in confidence, it is also separate because it addresses a vital need, namely to ensure the continuity of the financial system, without which the economy cannot function.

The mechanisms introduced by the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) and the Capital Requirements Directive (CRD) are key in this regard. The unified European framework that they create has replaced domestic regulations that sought to preserve confidence and safety but that did not always use exactly the same approach to achieve these ends.

8. Commodity market regulation obeys a different set of fundamentals. Commodity derivatives markets were originally designed to hedge industrial and commercial risks incurred by non-financial economic agents rather than to participate directly in the functioning of the financial system. This basic point is not altered by the fact that financial institutions and investors have increased – and will likely continue to increase – their involvement on the markets. As a result, any confidence or safety concerns in relation to these markets should be analysed not on the basis of the models applicable to financial activities but with respect to the actual fundamentals of these markets.

Are commodity derivatives markets useful? Is it a good idea for them to be developed, notably to make them more efficient? Does this development necessitate stricter requirements to ensure confidence and safety? The answers to these questions surely do not lie primarily with the financial regulators that make up CESR and CEBS.

➤ ***Financial and non-financial clients on commodity derivatives markets***

9. The point has already been made that financial investors are stepping up their participation on markets that were originally designed to hedge industrial and commercial risks incurred by non-financial economic agents. This increased involvement, which is part of an irreversible trend that will help to make commodity derivatives markets more efficient, raises a question: is it acceptable for parties other than financial institutions to provide financial investors with the services that investors want on commodity derivatives markets, even though these parties do not provide the same guarantees as those required of financial institutions?

This is one of the key questions raised by the CESR/CEBS consultation document. However, it is addressed solely from the angle of the competitive distortions that hurt financial institutions. AMAFI feels that it should be tackled first from the perspective of the guarantees that financial investors are entitled to when they ask for a financial product or service.

10. In this respect, AMAFI asks whether clients and users of commodity derivatives markets should be separated into those that are participating for financial reasons and those that are hedging to protect their business on the physical market. Almost certainly, financial institutions would be the only ones in a position to supply products or services to the first group.

➤ ***Resolve differences of interpretation among European authorities***

11. The question regarding the way that different European authorities treat participants on commodity derivatives markets is not central to the advice that CESR and CEBS have been asked to provide. However, AMAFI sees this as an important issue that should be tackled in greater depth. Differences in treatment are a major source of competitive distortions and represent an additional obstacle to the development of this activity at European level.

As an example, French and UK authorities have different interpretations for back to back transactions and the option for counting these as transactions for third parties for prudential purposes.

B. – RESPONSES TO THE QUESTIONS

Part A. EU COMMODITY DERIVATIVES MARKETS

12. AMAFI has no particular comments regarding this part, other than to point out, as it did above (§5) that the data fail to show how the commodity derivatives market fits into the global context in which it operates, and that it is over-simplistic to try to understand the European market without situating it with respect to current and emerging competitors.

AMAFI wishes to emphasise that the bulk of trading on the commodity derivatives market is over the counter (OTC) and that most of the transactions that make up the market therefore take place off organised markets, i.e. regulated markets and multilateral trading facilities (MTFs). The exception is soft commodities, where the bulk of the derivatives business is on organised rather than OTC markets.

Q.1) In practice, what proportion and/or amount of OTC commodity derivative transactions are financial instruments falling within the MiFID and what proportion are spot? (a breakdown in terms of the underlying would be helpful)

13. AMAFI is not in a position to provide specific information in this area.

Part B. MARKET FAILURE ANALYSIS

14. AMAFI feels that the question of information asymmetries, which is discussed in paragraphs 60 to 82, is particularly important. To the extent that commodity derivatives markets cannot be considered independently of the underlying physical markets, the primary question is how essential information on the physical markets can be made accessible to all, not just to participants that are active in the physical market.

AMAFI disagrees that asymmetric information is not a major issue because there are relatively few unsophisticated investors on these markets. Not only are unsophisticated investors actually increasing their participation through a range of vehicles, particularly collective products, but even sophisticated participants face problems linked to information asymmetries if they are not also active in the underlying physical market.

15. Accordingly, it is necessary to determine whether the liquidity provided on the commodity derivatives market by participants that are not active on the physical market helps to ensure a well-functioning market, notably as regards its role in hedging the risks incurred by non-financial agents that participate directly or indirectly on the market. If the answer is yes, as AMAFI thinks it will be, then this question should be addressed.

Q.2) Do you agree that the level of direct participation by unsophisticated investors is mainly limited to corporate clients such as producers or wholesale distributors (with a lack of experience and knowledge in derivatives markets but not in trading in physical commodity markets), that participation by private clients is very low, and that most other participants in commodity derivatives markets are sophisticated firms?

16. AMAFI feels that "relatively low" would be a more appropriate way to describe participation by private clients than "very low" given that unsophisticated investors are increasing both their direct participation and their indirect participation through vehicles such as warrants, certificates and collective investment schemes.

AMAFI feels that the distinction drawn between unsophisticated investors and sophisticated firms is misleading because it glosses over a more complex situation. On the one hand, some financial intermediaries and investors may be considered to be sophisticated chiefly on the strength of their ability to trade in financial markets. On the other, certain producers and distributors on physical markets cannot be viewed as sophisticated from a financial point of view, but have knowledge of the physical market that could give them a significant edge over financial investors and intermediaries, even those that are treated as sophisticated.

Q.3) What informational advantages persist in commodity derivatives markets, and in particular to what extent do those also active in the underlying physical market have informational advantages?

17. Early knowledge of information that could affect the physical market is a major advantage, as pointed out earlier. While volumes on commodity derivatives markets are often far larger than those of physical markets, in reality they merely reflect expectations concerning the future path of supply/demand and hence of prices on physical markets (unless a speculative bubble has formed).

There is no question that information asymmetries that benefit derivatives participants who are also active on the physical market may lead to attempts to corner or squeeze the market at the expense of other participants. Take for example the case of wheat trading on the Minneapolis Grain Exchange (MGE). As maturity approached on the March 2008 contract, forward sellers, including storage warehouses, were forced to buy back their positions because they were unable to find enough high-quality wheat on physical markets to meet their delivery commitments.

Q.4) Do information asymmetries in commodity derivatives markets lead to mis-selling concerns, or to other concerns about potential client detriment?

18. Financial intermediaries can fall foul of information asymmetries. Since these mismatches are inherently undetectable, intermediaries naturally pass them on in good faith to their clients. The rules that apply to financial intermediaries are geared in particular to ensuring that they do not exploit information asymmetries for their own gain and at the expense of their clients. When they are impacted by such asymmetries, they are obviously not able to shield their clients from the resulting consequences.

For this reason, AMAFI believes that reducing information asymmetries is a key issue.

Q.5) Do you have any transparency-related concerns relating to the trading of non-electricity and gas derivatives? If so, in which markets and why?

19. As mentioned in the response to Question 3 (§17), the case of the MGE wheat contract is an example of how a lack of transparency on the physical market can have a major impact on the derivatives market. Another case took place in 2007 on the nickel forward market (deferred delivery) of the London Metal Exchange (LME). A shortage of available nickel at LME warehouses caused prices to jump, hurting financial investors, before producers restored sufficient inventory.

More transparency on derivatives markets will not help to address this imbalance if steps are not first taken to tackle the situation on physical markets.

Q.6) Do you have evidence of informational asymmetries in commodity derivatives markets in relation to market abuse?

20. Of course evidence can be supplied of market abuse on commodity derivatives markets just as on other financial markets. The abovementioned wheat market squeeze is a good illustration.

Note however, that it is doubtless harder to squeeze soft commodities markets where the entity in charge of delivering the underlying is required only to make the underlying available (on a free on board basis) rather than deliver it to a warehouse.

Q.7) Please provide any information you may have on the levels of lending and trading exposures between specialist commodity derivative firms and institutions.

21. AMAFI is not in a position to provide information in this area.

Q.8) What level of risk do specialist commodity derivative firms pose to the financial system?

22. Specialist commodity derivative firms often have less financial capital than financial institutions as well as less ability and experience when it comes to managing financial risk. However, they have a considerably greater ability to manage "product" risk, since they either have the commodity or can obtain it – something that financial institutions cannot or will not guarantee.

The risks posed to the financial system by specialist commodity derivative firms are thus no different from those posed by any unregulated client or counterparty. Specialist commodity derivative firms do not participate directly in the financial system, but are linked to it indirectly through dealings with financial institutions on commodities markets. The rules applicable to financial institutions are designed among other things to prevent the risks linked to the failure of one or more clients or counterparties, and there is no reason why they should not play their natural role as a firewall. In AMAFI's view, the leverage allowed by commodity derivatives markets does not appear to affect this assessment.

23. AMAFI estimates that the individual failure of a specialist commodity derivative firm would have a relatively small impact on the financial system, insofar as most of these participants are specialised and therefore small. This lessens still further the need for special rules in this area.

24. However, AMAFI notes that close-out netting rules across Europe do not treat dealings between financial participants and specialist commodity derivative firms in the same way. It would be worth implementing a European Netting Directive that introduces the same rights and obligations for all financial institutions vis-à-vis unregulated counterparties that operate on these markets.

A framework of this kind could well prove to be a significant factor of competitiveness that would help to attract these activities to Europe.

Q.9) To what extent does the level of systemic financial risk posed by specialist commodity derivative firms differ from that generated by banks and ISD investment firms?

25. As mentioned above, AMAFI does not think that specialist commodity derivative firms raise specific systemic-risk issues that need to be addressed. More important is the question of a directive to harmonise the European netting rules that apply to dealings with these participants.

Q.10) Do the risks generated by energy-only investment firms differ materially from those posed by investment firms engaging in other commodity derivative activities/services? If so, how do they differ?

26. The specific risks generated by energy-only investment firms relate to the potential impact of geopolitical or weather-related risks (e.g. effects of storms on the distribution network, lower dam productivity during dry weather) on certain asset classes.

PART C. REGULATORY FAILURE ANALYSIS

Q.11) Do you have any transparency-related concerns relating to the trading of non-energy commodity derivatives, and, if so, in which markets, what are the concerns, and what solutions could be applied?

27. As stressed earlier (*§14 et seq.*), AMAFI feels that transparency is primarily an issue for physical markets. A key challenge is to organise the regular publication of core data, which for physical markets include inventories, warehouse availability and any other information needed for a proper understanding of a product and its market. In the specific case of energy markets, i.e. gas and electricity, transparency is needed across the entire production/distribution process and not just for inventories. Information provided should include availability on networks, as well as transport, storage and interconnection capacities.

28. On the derivatives market, given that OTC trading can account for a relatively large share of business compared with organised markets (up to 80% of total trading for certain products), AMAFI believes that it would be worth publishing price and volume data on executed trades, at least covering those carried out on behalf of financial investors.

In view of the wide variety of products, work should be done in partnership with professionals to clarify the nature of the required disclosures and the requirements for publication for each market segment based on its specific characteristics.

At this stage, AMAFI does not feel that there are any clear additional pre-trade transparency requirements over and above what already exists for organised markets. Moreover, pre-trade transparency would be hard to achieve on OTC markets, where product standardisation is extremely low in general and certainly compared with other instruments.

29. On a general note, AMAFI wishes to stress how hard it would be to organise transparency solely at European level, without taking account of recognised rules at global level.

Q.12) Do you believe that for non-electricity and gas derivatives contracts, the transaction reporting requirements in the MiFID support market regulation? If so, can you explain why you think they do?

30. Since it believes that the first challenge is to make the physical market more transparent, AMAFI tends to support the view that introducing MiFID reporting requirements on commodity derivatives markets would lead to substantial costs and limited benefits. This issue should be considered at a later stage, once adequate transparency has been achieved for the physical market.

Q.13) Do you have any evidence on potential problems, and if so, on the scale of these problems, that are posed by current client categorisation rules?

31. The client categorisation rules were drawn up to reflect concerns relating to conventional financial markets, particularly equity markets. They are inappropriate for commodity markets.

Clients in the agricultural segment, for example, are often professionals with excellent knowledge and/or extensive experience in the underlying product, yet generally they do not meet the criteria needed to qualify for professional investor or eligible counterparty status under MiFID. The consequence, which is totally inappropriate and gives rise to major commercial problems, is that financial institutions that are active on commodity derivatives markets are forced to classify these clients as retail, which may automatically bar them from accessing certain markets with specific characteristics relating for example to high volatility, margin calls, or contract specifications (e.g. quantities expressed in bushels in the USA and metric tons in Europe). Furthermore, it should be noted that large industrial investors, a new category of participants, are steadily growing their market share, particularly in the energy segment.

32. Accordingly, the fact that the categorisation rules are determined by the Member State where the client is located represents an additional difficulty for institutions. However, this problem is not confined to the commodity market.

33. AMAFI therefore feels that the categorisation rules should be adapted to the commodity market so that any producer or professional active on the physical market can qualify for eligible counterparty status unless it asks to be covered by a more protective regime. Naturally, these adjustments would have to be organised on a segment-by-segment basis: an agricultural producer, for example, cannot in principle be considered to be qualified in the carbon emissions market.

34. These observations are consistent with the point made earlier (§9 and 10), namely that a clear distinction needs to be drawn between two categories of clients: financial investors, and investors that are hedging to protect business on the physical market.

Q.14) Do you have any evidence that regulation according to the main business of the group may cause competitive distortions?

35. Clearly it is intellectually unsatisfying to observe that participants may carry on the same business while being subject to different regulatory frameworks. This creates competitive distortions that must be justified. In this instance, however, AMAFI believes that there is justification to the extent that, as emphasised above (§7 and §8), to ensure investor confidence and the safety of the financial system, commodity derivatives participants affiliated with a financial group should be subject to a strict regulatory framework, whereas the same requirement does not apply to participants that belong to industrial or commercial groups.

Accordingly, AMAFI believes, as it pointed out earlier (§9 and 10), that the key issue is not the competitive distortions created by this situation, but the protection that financial investors are entitled to expect from participants that offer them financial products and services. This question, which CESR and CEBS appear to be exploring in depth, requires MiFID rules to be approached differently from CRD rules.

36. A change in approach is even more necessary because, from the angle of competitive distortions, regulatory arbitrage issues remain difficult to address. There is indeed a major risk that, if faced with changes to the regulatory framework that they deem inappropriate, participants affiliated with industrial or commercial groups may shift their activities to countries that apply lighter restrictions, creating no benefits for Europe in terms of value added and jobs. As an example, when MiFID came into effect, a number of energy participants moved their commodity derivatives activities to Switzerland.

There is less risk from the investor protection standpoint. At any rate the risk is no different in nature or magnitude from the risk that exists generally in financial activities, where any investor has the option of dealing with an institution that is outside Europe and therefore not subject to MiFID and the CRD.

Q.15) Do you agree that full application of CRD capital requirements to specialist commodity derivative firms is likely to impose a regulatory burden that is misaligned with their potential systemic impact?

37. AMAFI agrees that full application of CRD to specialist commodity derivative firms would impose a restrictive and costly regulatory burden that is misaligned with the potential risks posed by these participants. Such a move could result in increased OTC trading and might even prompt trading for certain products to relocate elsewhere.

Q.16) Do you believe that full application of CRD large exposure requirements to specialist commodity derivative firms is likely to impose a regulatory burden that is misaligned with their business and their potential systemic impact?

38. For the same reasons as given above, AMAFI feels that application of large exposure requirements to specialist commodity derivative firms would impose an excessive burden relative to the risks posed by this category of participant.

Q.17) Do you believe there is a potential for regulatory arbitrage? If so, can you provide evidence?

39. Of course there is a risk of regulatory arbitrage, and this risk increases when markets are global. Recent statements to this effect by the chairman of IntercontinentalExchange (ICE) in the USA concerning the oil derivatives market illustrate this point.

PART D. MIFID QUESTIONS 4 TO 6

Q.18) Do you believe that the application of the MiFID organisational requirements support the intended aims of market regulation when applied to specialist commodity derivatives firms, or commodity derivatives business? If not, what aspects of the organisational requirements do you believe do not support the aims of market regulation when applied to such firms and why?

40. Forcing unregulated entities to comply with MiFID organisational requirements would result in significant costs, particularly for small participants. This could create the risk of an imbalance on the markets in question, if certain participants leave these markets or expand their activities on OTC markets or outside the euro area.

For AMAFI, the main issue is once again the ability of these unregulated entities to supply financial products and services to financial investors without providing the level of protection that investors are entitled to expect.

Q.19) Do you believe that there is a case for changing the client categorisation regime as it applies to commodity derivatives business? If so, do you have any evidence on the scale of the problem or potential problem posed by the existing rules?

41. See above comments (§31 et seq.).

Q.20) Do you believe that the conduct of business rules in the MiFID effectively support the aims of regulation with respect of commodity derivatives business? If not, can you explain why and in what respects and whether your response is contingent upon the client categorisation definitions applied to commodity derivatives business?

42. As stated above (§9 and 10), AMAFI believes that discussions should be guided by a clear distinction between two categories of clients: financial investors, and investors that hedge to protect business on the physical market. Conduct of business rules are particularly important to the first category insofar as their main purpose is to provide certain guarantees concerning the quality and impartiality of the service provided. The question is therefore to determine whether financial investors who are active on the commodity derivatives markets may rightly expect the same guarantees as when dealing in other financial products. Conduct of business rules designed to address a financial setting are inappropriate for non-financial clients and all the more so since if they want to be covered by such rules, they can simply act through a financial institution.

In this context, however, AMAFI believes that a detailed review of conduct of business rules should be carried out to ascertain whether they are appropriate to a market that not only comprises two major categories of participant (financial and non-financial), but on which non-financial participants play a decisive part.

Q.21) Do each of the following elements of the criteria for determining which commodity derivatives contracts are financial instruments offer sufficient clarity to market participants to understand where the boundaries of the MiFID lie?

a) the phrase "...that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a fault or other termination event)";

b) the phrase "traded on a regulated market and/or MTF"

c) the definition of a spot contract in Article 38(2) of the MiFID implementing regulation;

d) the criteria in articles 38(1)(a), (b), and (c);

e) the definition of a commodity in Article 2 of the MiFID implementing regulation; and

f) the list of underlyings of exotic derivatives mentioned in Section C(10) of Annex I to the MiFID and Article 39 of the MiFID implementing regulation.

43. The definition of commodity derivatives as a financial instrument has been the subject of extensive discussion and represents the result of a delicate compromise. At this stage, AMAFI does not feel it necessary to reopen the debate since there are no additional considerations that need to be taken into account.

Q.22) Do you have any evidence of physically-settled commodity OTC contracts being written in a way that removes them from the definition of financial instruments?

44. AMAFI has no specific information to provide on this matter.

Q.23) Do you believe there are sufficient similarities between different commodity derivatives markets to make it inappropriate to differentiate the regulatory regime on the basis of the underlying being traded?

45. No we certainly do not. On the contrary, AMAFI believes, as it has already said, that the wide variety of commodity derivative underlyings would make it difficult to implement a single regulatory regime for all segments. Moreover, some physical markets are supervised by regulators that have drawn up specific rules that must also be taken into account.

At the very least, a specific set of rules is needed for each main category, i.e. energy, agriculture, metals, etc.

Q.24) If the capital treatment of specialist commodity derivative firms is resolved, do you think there is still a case for retaining both of the exemptions in Articles 2(1) (i) and (k)? If not, how do you think the exemptions should be modified or eliminated? If the exemptions in Articles 2(1) (i) and (k) were eliminated, what effect do you think this would have on commodity derivatives markets?

46. AMAFI has no particular opinion on this issue.

PART E. CRD QUESTIONS 4 TO 6

Q.25) Do you believe based on the above analysis that the application of the CRD large exposures regime to specialist commodity derivatives firms is disproportionate?

47. Yes, insofar as specialist commodity derivatives firms do not have a direct impact on the financial system.

Q.26) Do you agree that the maturity ladder approach is unsuitable for calculating capital requirements for non-storable commodities? If yes, are the proposed alternatives better suited to that task?

48. AMAFI has no particular opinion on this issue.

Q.27) Do you believe that the shortcomings identified in 2. b. and c. and 3. are relevant? Are there others that need consideration?

49. Concerning reporting obligations for entities engaging in commodity derivatives activities as an ancillary business, AMAFI believes that the frequency for reporting requirements should be reduced to semi-annual and that the requirements should apply only to entities whose inventories exceed €1 million at market prices.

Q.28) Do you think that the solutions outlined above are adequate to address these problems?

50. AMAFI has no particular opinion on this issue.

Q.29) Do you agree with the conclusion above?

51. CESR and CEBS noted differences in interpretations by national regulators concerning the application of certain exemptions. These differences pose a problem in terms of implementing MiFID and the CRD. The problem, though, is not confined to commodity derivatives markets. As AMAFI pointed out above (§11), it reflects the fact that the regulatory framework has been established at European level, but implementation (supervision and enforcement) is still carried out at national level. However, the way to address these differences is not to automatically do away with them. It is not up to CESR and CEBS to rule on the legitimacy of exemptions established at the political level. However, the two committees are responsible for resolving differences by unifying national interpretations.

In AMAFI's view, these convergence efforts should be guided by a fundamental distinction, based not on whether the entity in question is affiliated with a financial or non-financial group, but on whether the entity's client is a financial or non-financial investor.

Q.30) Which of the options presented above do you consider appropriate for the application to specialist commodity derivative firms?

52. AMAFI considers that the main issue, as pointed out earlier (§9 and 10), is to determine whether the firm in question is serving a financial investor. If this is the case, then there is no reason why the firm should not be subject to the same rules and procedures as those applicable to financial institutions. If it is not the case, the need for the firm to be subject to specific prudential arrangements – even appropriate ones – will have to be demonstrated, notably in relation to the specific risks that these participants pose to the financial system and that are not adequately captured by the rules governing financial system participants.

Furthermore, firms that do not comply with the rules governing the European passporting mechanism introduced under MiFID obviously are not eligible for passports. That means that these entities will not be automatically entitled to operate in Member States that consider the provision of services on commodity derivatives markets to fall within the sphere of finance.

53. However, AMAFI suggests that this strict principle could be relaxed for participants that engage solely in order reception/transmission, given their importance to the development of the commodity derivatives market and the low level of risk associated with their activities.

This type of participant has a particularly important place in the soft commodities sector, where farming cooperatives are often a key link between producers, storage providers and markets.

Q.31) Do you think a complementary opt-in or opt-out regime could be helpful?

54. See our response to the previous question.

**CONSULTATION PAPER ON
CESR's / CEBS' TECHNICAL ADVICE
TO THE EUROPEAN COMMISSION
ON THE REVIEW OF COMMODITIES BUSINESS**

Commentaires de l'AMAFI

1. L'Association française des marchés financiers (AMAFI) est, depuis le 19 juin 2008, la nouvelle dénomination de l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI). Ce changement de dénomination a vocation à traduire la réalité d'un champ d'action qui dépasse les problématiques rencontrées par les seules entreprises d'investissement pour concerner plus largement toutes celles rencontrées par les différents acteurs de marché financier, qu'ils soient entreprises d'investissement, établissements de crédit ou infrastructures de marché.

L'AMAFI regroupe plus de 120 adhérents, représentant plus de 10 000 professionnels, actifs sur les différents marchés cash et dérivés des produits actions, taux et commodities. Près d'un tiers de ses adhérents sont filiales ou succursales d'établissements étrangers. Concernant spécifiquement le secteur des commodities, l'AMAFI rassemble des acteurs intervenant sur toute la gamme de produits traités sur ces marchés comme plus spécifiquement les grains, les métaux, l'énergie (pétrole, gaz et électricité) ou les émissions de carbone.

2. L'AMAFI a examiné avec beaucoup d'attention et d'intérêt le document mis en consultation mi-mai par CESR et CEBS dans le cadre de l'avis technique sur les dérivés sur commodities que la Commission européenne a demandé à ces deux Comités. Elle salue la grande qualité de ce document, extrêmement détaillé, qui fonde une analyse fouillée des différentes problématiques sur lesquelles il est demandé aux Comités de fournir un avis à la Commission européenne.

Avant de répondre aux différentes questions formulées par CESR et CEBS, l'AMAFI souhaite tout d'abord formuler quelques observations générales, destinées à compléter sur certains aspects les éléments de contexte et d'analyse qui figurent dans le document de consultation.

A. – OBSERVATIONS GENERALES

3. Les marchés de dérivés de commodities, bien que très anciens, connaissent depuis quelques années un renouveau marqué par la conjonction de plusieurs éléments :

- Le développement extrêmement rapide de certains marchés, notamment de l'énergie ;
- L'apparition de nouveaux produits, souvent immatériels tels les émissions de carbone, eux aussi promis à un fort développement ;
- L'augmentation forte du prix des matières premières et des produits agricoles de base qui, accompagnée par une volatilité en hausse induit corrélativement l'augmentation des besoins de couverture ;
- La financiarisation de ces marchés résultant d'un double mouvement : d'une part, la participation croissante des investisseurs financiers intéressés, certes par les performances que connaissent actuellement ces marchés, mais aussi, et peut-être surtout, par la diversification des risques qu'ils autorisent du fait de leur décorrélation avec les marchés financiers traditionnels de cash et de dérivé ; d'autre part, et corrélativement, la participation également croissante des établissements financiers qui, naturellement, cherchent à accompagner leurs clients dans l'accès à ces produits et marchés.

➤ ***Les dérivés de commodities, un terme générique pour une réalité multiforme***

4. Sous le terme de « dérivés de commodities » se trouvent rassemblés différents produits et marchés qui présentent des caractéristiques souvent très différentes. Parmi celles-ci, on peut plus particulièrement noter :

- Des stades de développement, et donc de maturité, très divers où des marchés et produits ayant un *track-record* importants coexistent avec des marchés et produits « jeunes », quelques uns comme les émissions de carbone étant à peine créés.
- Des natures de sous-jacent très variées dont les fondamentaux sont sensiblement différents : les besoins qui sous-tendent l'offre et la demande de blé ne sont ainsi pas les mêmes que ceux des émissions de carbone.
- Des acteurs qui, sans prendre en compte les intermédiaires et investisseurs financiers, ont des dimensions très variables, pouvant aller du simple agriculteur à des entreprises leaders mondiaux de leur secteur d'activité.
- Des marchés et produits qui, pour certains, cependant minoritaires, s'articulent avec un marché physique placé sous le contrôle d'un régulateur propre (comme dans le domaine de l'électricité ou du gaz) dont l'action peut avoir des incidences importantes sur le fonctionnement du marché dérivé.

L'AMAFI constate donc qu'il existe une réelle difficulté à avoir une approche totalement uniforme des dérivés de commodities, même si certaines problématiques présentent assurément des zones de recoupement. Elle estime en conséquence qu'il faut particulièrement veiller, segment de marché par segment de marché, à l'opportunité et à l'applicabilité des solutions qui seront dégagées : une solution utile sur un segment peut, non seulement ne pas l'être pour d'autres, mais risque également de se révéler contreproductive.

➤ ***Les dérivés de commodities, un marché mondial dont l'ancrage en Europe n'est pas assuré***

5. Le document de consultation de CESR et de CEBS fournit un certain nombre de données permettant de positionner le marché des dérivés de commodities en Europe, tout en montrant l'important développement de certains de ses segments. Il ne fournit en revanche pas ou peu de données permettant d'apprécier la taille du marché européen dans le cadre mondial qui est celui de ces activités (hors le cas particulier de l'électricité).

Aujourd'hui, les deux principaux pôles d'attraction de ces marchés se trouvent aux Etats-Unis et en Europe. La compétition entre ces deux pôles est d'ailleurs importante, avec cependant une certaine spécialisation puisque les Etats-Unis disposent d'une position extrêmement forte sur les produits agricoles et le pétrole, tandis que l'Europe est en situation de leader sur les métaux et l'énergie (électricité et gaz). Les Etats-Unis et l'Europe ne peuvent pas pour autant se concevoir comme des centres immuables pour la localisation de ces activités. Pour celles-ci, comme d'autres d'ailleurs, il n'existe certainement pas de position définitivement acquise : la montée en puissance sur certains segments des zones Inde et Asie vient d'ailleurs le rappeler.

6. Dans ce contexte, l'AMAFI considère qu'il est particulièrement important que, dans leurs réflexions, CESR et CEBS ne minorent pas cet aspect : tout handicap non justifié pesant sur les activités de dérivés de commodities en Europe entraînera inéluctablement leur déplacement vers d'autres zones géographiques, avec une moindre croissance de la valeur ajoutée et des emplois générés par ces activités, sinon d'ailleurs une destruction.

Si ce motif ne peut conduire à l'inaction, il oblige toutefois à peser très précisément les règles qui seront proposées pour veiller à ce qu'elles permettent d'améliorer le fonctionnement du marché au bénéfice des ses utilisateurs ou, à défaut, à ce qu'elles comblent des failles de la réglementation dont le caractère inapproprié aura été mis en évidence.

➤ ***Marché financier et marché de dérivés de commodities : une régulation aux fondamentaux différents***

7. La régulation des activités financières en général, et des marchés financiers en particulier, a des sources anciennes, fondées sur deux piliers qui sont d'ailleurs au centre de l'avis demandé à CESR et à CEBS. Le premier de ces piliers consiste à assurer la confiance à défaut de laquelle le système financier ne peut être en mesure de jouer son rôle essentiel qui est de permettre la circulation de la monnaie et la mise face à face des besoins d'épargne et des besoins de financement, et contribuer ainsi au bon fonctionnement de l'économie. Le second pilier consiste à assurer la sécurité du système et de ses acteurs en veillant particulièrement à ce que la défaillance de l'un d'entre eux ne puisse rejaillir sur les autres, conduisant au blocage d'ensemble du système : si ce second aspect est indissociable du premier dans la mesure où il est un facteur important de la confiance, il en est aussi distinct puisqu'il répond à un impératif vital qui est d'assurer la continuité d'un système financier sans lequel l'économie ne fonctionne plus.

Les dispositifs issus de la directive MIF et de la directive CRD sont centraux à cet effet : ils forment un cadre européen unifié se substituant aux réglementations nationales qui toutes, ont poursuivi l'objectif d'assurer la confiance et la sécurité, mais en utilisant des voies qui n'étaient pas toujours exactement les mêmes.

8. La régulation des marchés de commodities n'obéit pas aux mêmes fondamentaux. A l'origine en effet, les marchés de dérivés de commodities ne participent pas du fonctionnement direct du système financier mais d'un souci de couverture des risques industriels et commerciaux assumés par certains agents économiques non financiers. L'observation que sur ces marchés, les établissements financiers et les investisseurs financiers jouent un rôle croissant, qui doit d'ailleurs continuer à se développer, ne modifie pas ce constat initial. Il en résulte que les préoccupations qui peuvent exister sur ces marchés en termes de confiance et de sécurité doivent être analysés, non par rapport aux schémas valables pour les activités financières, mais par rapport aux fondamentaux mêmes de ces marchés.

Les marchés de dérivés de commodities sont-ils utiles ? Leur développement est-il souhaitable, notamment pour leur assurer une meilleure efficacité ? Ce développement nécessite-t-il que des exigences accrues soient posées en termes de confiance et de sécurité ? Ces réponses ne sont sans doute pas en premier lieu dans la main des régulateurs financiers que représentent CESR et CEBS.

➤ ***Clients financiers et clients non financiers des marchés de dérivés de commodities***

9. Un phénomène déjà souligné est l'intervention croissante des investisseurs financiers sur des marchés conçus à l'origine pour couvrir les risques industriels et commerciaux assumés par certains agents économiques non financiers. Cette intervention croissante, qui constitue une tendance irréversible de nature à favoriser une plus grande efficacité des marchés de dérivés de commodities, soulève la question de savoir s'il est admissible que les investisseurs financiers puissent recevoir, de la part d'autres personnes que des établissements financiers, les services qu'ils attendent sur ces marchés alors que ces personnes ne fournissent pas les mêmes garanties que celles que leur doivent les établissements financiers.

Cette question est au centre d'une part importante du document de consultation de CESR et de CEBS : elle y est toutefois abordée exclusivement sous l'angle de la distorsion concurrentielle qui pénalise ainsi les établissements financiers, alors que l'AMAFI estime qu'il faudrait d'abord l'aborder sous l'angle des garanties dont l'investisseur financier est en droit de bénéficier lorsqu'il demande un service ou un produit financier.

10. A cet égard, l'AMAFI se demande si au sein des clients / utilisateurs des marchés de dérivés de commodities, il ne faudrait pas instituer une séparation entre ceux qui agissent dans une perspective financière et ceux qui interviennent en couverture des activités qu'ils exercent sur le marché physique. Pour les premiers alors, seuls les établissements financiers devraient sans doute être en mesure de leur fournir des services ou produits.

➤ ***Résoudre les divergences d'interprétation entre autorités européennes***

11. La question des conditions dans lesquelles sont traités, par les différentes autorités européennes, les acteurs des marchés de dérivés de commodities n'est pas directement au centre de l'avis demandé à CESR et CEBS. L'AMAFI estime néanmoins que c'est une question importante qui doit absolument être approfondie : les divergences de traitement, source importante de distorsions concurrentielles, constituent un facteur supplémentaire qui handicape le développement de cette activité au niveau européen.

A titre d'exemple, l'AMAFI observe la différence d'interprétation qui existe entre la France et le Royaume-Uni sur les opérations de *back to back* et la possibilité de les assimiler prudemment à des opérations pour compte de tiers.

B. – OBSERVATIONS EN REPONSE AUX QUESTIONS POSEES

Part A. EU COMMODITY DERIVATIVES MARKETS

12. L'AMAFI n'a pas d'observation particulière à faire sur cette partie, autre que celle qui consiste à relever, comme elle l'a déjà indiqué (*v. supra § 5*), que les données fournies ne replacent pas le marché des dérivés de commodities dans le contexte mondial qui est le sien, et que chercher à appréhender le marché européen sans le situer par rapport à ses concurrents actuels ou en cours d'émergence est réducteur.

L'AMAFI souligne le constat selon lequel l'essentiel du marché des dérivés de commodities est un marché OTC, et que donc la majeure partie des transactions qui constituent ce marché se déroule en dehors des marchés organisés (marchés réglementés et MTFs). Elle observe cependant que, s'agissant spécifiquement du segment des soft commodities, les activités de dérivés sont essentiellement menées sur les marchés organisés et peu sur le gré à gré.

Q.1) In practice, what proportion and/or amount of OTC commodity derivative transactions are financial instruments falling within the MiFID and what proportion are spot? (a breakdown in terms of the underlying would be helpful)

13. L'AMAFI n'est pas en mesure de fournir des données particulières en la matière.

Part B. MARKET FAILURE ANALYSIS

14. L'AMAFI considère que la question de l'asymétrie d'information discutée dans les paragraphes 60 à 82 est particulièrement importante. Dans la mesure où les différents marchés de dérivés de commodities ne peuvent s'envisager de façon indépendante des marchés physiques sous-jacents, la question est d'abord celle des conditions dans lesquelles des informations essentielles relatives au marché physique peuvent être accessibles à tous, et pas seulement aux acteurs qui sont impliqués dans le fonctionnement de ce marché physique.

A ce titre l'AMAFI ne partage pas l'opinion exprimée selon laquelle l'asymétrie d'information ne constituerait pas un enjeu véritable compte tenu du nombre relativement faible d'investisseurs non sophistiqués présents sur ces marchés. Outre que ce dernier constat doit être relativisé par le fait que les investisseurs non sophistiqués interviennent de façon croissante via différents véhicules, notamment collectifs, même les acteurs sophistiqués sont confrontés à des difficultés liées à l'asymétrie d'informations dès lors qu'ils ne sont pas en même temps des acteurs impliqués dans le fonctionnement du marché physique sous-jacent.

15. Il s'agit donc d'abord de savoir si la liquidité qu'apportent sur le marché des dérivés de commodities les acteurs qui ne sont pas impliqués sur le marché physique est utile au bon fonctionnement de ce marché, notamment dans son rôle de couverture des risques pris par les agents non financiers qui y participent directement ou indirectement. Si la réponse est positive, comme l'AMAFI le pense, alors la question doit être traitée.

Q.2) Do you agree that the level of direct participation by unsophisticated investors is mainly limited to corporate clients such as producers or wholesale distributors (with a lack of experience and knowledge in derivatives markets but not in trading in physical commodity markets), that participation by private clients is very low, and that most other participants in commodity derivatives markets are sophisticated firms?

16. L'AMAFI considère que les termes "very low" pour qualifier l'activité des particuliers ne sont pas appropriés. Il serait plus juste d'employer ceux de "relatively low" dans un contexte où les investisseurs non sophistiqués interviennent de façon croissante, que ce soit directement ou indirectement via des véhicules comme les warrants, les certificats ou les OPCVM.

Elle considère par ailleurs que la différenciation établie entre investisseurs non sophistiqués et firmes sophistiquées est trompeuse dans la mesure où cette dernière notion recouvre en fait une double réalité. D'une part, celle des investisseurs et intermédiaires financiers que l'on peut effectivement qualifier de sophistiqués, mais dont la sophistication est fondamentalement estimée par rapport à leur capacité à intervenir sur les marchés financiers. D'autre part, celle des agents industriels et commerciaux des marchés physiques qui, d'un point de vue financier, ne peuvent pas toujours être assimilés à des acteurs sophistiqués, mais qui, de par leurs connaissances du marché physique, peuvent avoir un avantage important sur les investisseurs et intermédiaires financiers, même lorsqu'ils sont dits « sophistiqués ».

Q.3) What informational advantages persist in commodity derivatives markets, and in particular to what extent do those also active in the underlying physical market have informational advantages?

17. La connaissance en amont d'informations pouvant affecter le marché physique constitue un avantage important comme souligné précédemment. Si les marchés de dérivés de commodities enregistrent des volumes souvent très supérieurs aux marchés physiques, ils ne constituent en réalité (sauf phénomène de bulle spéculative) que le reflet des anticipations d'évolution de ceux-ci en termes de rapport de la demande et de l'offre, et donc de prix des actifs.

L'asymétrie d'information qui bénéficie aux acteurs du marché des dérivés de commodities également présents sur le marché physique peut indéniablement favoriser la création de situation de « corner » ou de « squeeze » au détriment des autres acteurs. A titre d'exemple, on peut citer le cas du marché du blé négocié sur le MGE (Minneapolis Grain Exchange) pour lequel à l'approche de l'expiration du contrat (Mars 2008), les vendeurs à terme (dont les entrepôts de stockage), ne pouvant trouver sur les marchés physiques les quantités de blé de haute qualité qu'ils s'étaient engagés à livrer, ont dû racheter leurs positions.

Q.4) Do information asymmetries in commodity derivatives markets lead to mis-selling concerns, or to other concerns about potential client detriment?

18. Les intermédiaires financiers peuvent être « victimes » d'asymétries d'informations. Celles-ci étant par essence non détectables, elles sont bien évidemment « répercutées » en toute bonne foi sur leurs clients. Les règles qui s'appliquent aux intermédiaires financiers sont notamment destinées à assurer qu'ils n'exploitent pas à leur profit et au détriment de leurs clients une asymétrie d'informations : bien évidemment lorsqu'ils subissent eux-mêmes cette asymétrie, ils ne sont pas alors en mesure de protéger leurs clients contre les conséquences de celle-ci.

De ce point de vue, l'AMAFI estime que la réduction des asymétries d'informations constitue un enjeu particulièrement fort.

Q.5) Do you have any transparency-related concerns relating to the trading of non-electricity and gas derivatives? If so, in which markets and why?

19. Comme évoqué dans la réponse à la question 3 (*v. supra § 17*), le cas du contrat blé du MGE constitue un exemple de l'impact important qu'un manque de transparence du marché physique peut avoir sur le marché dérivé. On peut également citer le cas un peu plus ancien (2007) du marché du nickel, marché forward (à livraison différé) négocié sur le LME où une pénurie des stocks de nickel disponibles dans les entrepôts du LME a engendré une flambée des prix, pénalisant les investisseurs financiers, avant le rétablissement de stocks suffisants par les producteurs.

L'organisation d'une plus grande transparence des marchés dérivés ne contribuera pas à réduire ce déséquilibre si rien n'est d'abord fait en ce qui concerne les marchés physiques.

Q.6) Do you have evidence of informational asymmetries in commodity derivatives markets in relation to market abuse?

20. L'AMAFI considère que, bien évidemment, des situations d'abus de marché peuvent être constatées sur les marchés des dérivés de commodities comme sur les autres marchés financiers. La mise en place d'un squeeze comme dans l'exemple du blé évoqué précédemment le montre bien.

Il faut cependant préciser que sur les « soft » commodities, il est sans doute plus difficile d'organiser un squeeze sur les produits où le responsable de la livraison du sous-jacent n'est tenu qu'à une obligation de mise à disposition de ce sous-jacent (base FOB - Free on board) et non de délivrance dans un entrepôt donné.

Q.7) Please provide any information you may have on the levels of lending and trading exposures between specialist commodity derivative firms and institutions.

21. L'AMAFI n'est pas en mesure de fournir des données sur ce point.

Q.8) What level of risk do specialist commodity derivative firms pose to the financial system?

22. Les *specialist commodity derivative firms* disposent souvent de capitaux financiers moins élevés que les établissements financiers et d'une moindre capacité et expérience dans la gestion des risques financiers. Elles bénéficient par contre d'une capacité bien supérieure à gérer le risque « produit », en disposant de la ressource ou en ayant la capacité à l'obtenir, ce que ne peuvent ou ne veulent assurer les établissements financiers.

Dans ce cadre, les risques que peuvent poser les *specialist commodity derivative firms* au système financier ne sont pas d'une nature différente de ceux que n'importe quel client ou contrepartie non régulé font courir à ce même système. Les *specialist commodity derivative firms* ne sont en effet pas des acteurs directement en prise avec le système financier mais indirectement liés à celui-ci via les relations développées sur les marchés de commodities avec les établissements financiers. Les règles mises en place que doivent respecter ces derniers sont notamment destinées à prévenir la survenance d'un risque lié à la défaillance d'un ou plusieurs de leurs clients ou contreparties, et l'on ne voit pas pourquoi elles ne pourraient jouer le rôle de coupe-feu qui est naturellement le leur. L'AMAFI ne considère pas que l'effet de levier qu'autorisent les marchés de dérivés de commodities soit de nature à modifier cette appréciation.

23. Dans ce contexte, l'AMAFI considère qu'il y a d'autant moins d'enjeu à mettre en place des règles particulières en la matière qu'elle estime que la défaillance individuel d'un *specialist commodity derivative firm* devrait avoir un impact relativement limité sur le système financier dans la mesure où les acteurs concernés, du fait de leur spécificité, sont en général de taille modeste.

24. L'AMAFI observe toutefois que les règles du close out netting n'appréhende pas toujours les rapports des acteurs financiers avec les *specialist commodity derivative firms* de la même façon dans tous les pays européens. Elle considérerait donc utile la mise en œuvre d'une directive européenne Netting accordant les mêmes droits et obligations à tous les établissements financiers vis-à-vis de leurs contreparties non régulées qui agissent sur ces marchés.

Il est probable qu'un tel cadre pourrait constituer un facteur important de compétitivité pour la localisation de ces activités en Europe.

Q.9) To what extent does the level of systemic financial risk posed by specialist commodity derivative firms differ from that generated by banks and ISD investment firms?

25. Comme cela vient d'être indiqué, l'AMAFI ne pense pas qu'il y ait une problématique particulière de risque systémique lié aux les *specialist commodity derivative firms* qui nécessiterait d'être prise en compte. Le sujet est en revanche celui de l'harmonisation, au travers d'une directive européenne, des règles de netting en Europe dans le cadre des relations nouées avec ces acteurs.

Q.10) Do the risks generated by energy-only investment firms differ materially from those posed by investment firms engaging in other commodity derivative activities/services? If so, how do they differ?

26. La spécificité des risques générés par les *energy-only investment firms* tient éventuellement à l'emprise des risques géopolitiques, voire climatiques (effets d'une tempête sur le réseau de distribution, moindre productivité des barrages lors de sécheresse, ...), sur certaines classes d'actifs.

PART C. REGULATORY FAILURE ANALYSIS

Q.11) Do you have any transparency-related concerns relating to the trading of non-energy commodity derivatives, and, if so, in which markets, what are the concerns, and what solutions could be applied?

27. Pour l'AMAFI, et comme elle l'a déjà souligné (*v. supra § 14 et s.*), la problématique de la transparence est d'abord celle des marchés physiques. L'enjeu est particulièrement d'organiser la publication régulière des données de base que sont, pour les marchés physiques, l'état des stocks, la disponibilité des entrepôts et toutes autres informations utiles à la bonne connaissance du produit concerné et de son marché. S'agissant spécifiquement des marchés de l'énergie (Gaz et Electricité), la transparence doit être organisée sur l'ensemble du processus de production / distribution, et non uniquement sur l'état des stocks : les informations doivent inclure les disponibilités sur les réseaux, les capacités de transport, de stockage, les capacités d'interconnexion, ...

28. En ce qui concerne le marché dérivé, compte tenu de la part relative extrêmement importante que peut atteindre l'OTC par rapport aux marchés organisés, et qui peut représenter pour certains produits jusqu'à 80% du total des transactions, l'AMAFI estime que la publication de données sur les transactions réalisées (volume et prix) serait utile, aux moins en ce qui concerne celles réalisées pour le compte d'investisseurs financiers.

Compte tenu de la grande hétérogénéité des produits en cause, la nature des informations à publier et les conditions de leur publication doivent être précisées, en liaison avec les professionnels, pour chaque segment de marché en fonction de ses spécificités propres.

Par ailleurs, l'AMAFI ne considère pas à ce stade qu'il y ait des besoins avérés en termes de transparence *pre-trade* au-delà de ce qui existe d'ores et déjà pour les marchés organisés. La fourniture d'une transparence *pre-trade* est d'ailleurs particulièrement difficile à concevoir sur les marchés de gré à gré du fait de la très faible standardisation des produits qui y sont négociés, sans doute beaucoup plus faible d'ailleurs que sur les autres instruments.

29. De manière générale, l'AMAFI souligne particulièrement la difficulté qu'il y aurait à vouloir organiser la transparence au seul niveau européen, indépendamment des règles reconnues au niveau mondial.

Q.12) Do you believe that for non-electricity and gas derivatives contracts, the transaction reporting requirements in the MiFID support market regulation? If so, can you explain why you think they do?

30. A partir du moment où elle considère que l'enjeu est d'abord celui de l'accroissement de la transparence du marché physique, l'AMAFI est encline à partager l'avis exprimé selon lequel mettre en place sur le marché des dérivés de commodities les exigences de reporting prévue par la directive MIF conduirait à des bénéfices limités pour des coûts importants. Cette question ne devrait être envisagée que dans un second temps, lorsqu'une transparence suffisante du marché physique aura été organisée.

Q.13) Do you have any evidence on potential problems, and if so, on the scale of these problems, that are posed by current client categorisation rules?

31. Les règles liées à la catégorisation des clients ont été élaborées par rapport à la problématique des marchés financiers « classiques », et plus particulièrement même par rapport aux marchés « actions ». Elles se révèlent inadaptées dans le cadre des marchés de commodities.

Si l'on considère à titre d'exemple la filière agricole, on constate ainsi que très souvent, les clients sont des professionnels avertis du produit sous-jacent dont ils ont une excellente connaissance et/ou une grande expérience. Pour autant, ils ne répondent pas en général aux critères qui leur permettraient, au titre de la directive MIF, de bénéficier du statut de « professionnel » ou de « contrepartie éligible ». La conséquence, totalement inappropriée, et donnant lieu à des difficultés commerciales importantes, est d'obliger les établissements financiers acteurs du marché des dérivés de commodities à classer ces clients en *retail*, ce qui peut conduire à leur interdire d'office l'accès à certains marchés présentant des caractéristiques particulières : forte volatilité, disponibilité des appels de marge, caractéristique technique des contrats (i.e. mesure exprimé en boisseaux aux USA vs en tonnes en Europe), ... Par ailleurs, il faut remarquer l'émergence d'une catégorie d'acteurs particulière que sont les *large industrial investors* dont le poids dans les marchés, en particulier énergie, est en constante augmentation.

32. Dans ce contexte, le fait que les règles de catégorisation relèvent de l'Etat membre dans lequel est implanté le client constitue une difficulté supplémentaire pour les établissements, mais qui n'est toutefois pas particulière au marché des commodities.

33. L'AMAFI estime donc nécessaire une adaptation des règles de catégorisation au cas particulier des commodities pour accorder le statut de contrepartie éligible à tout producteur ou professionnel du marché physique, sauf à ce qu'il demande à bénéficier d'un régime plus protecteur. Bien évidemment, cette adaptation doit être organisée segment par segment : un producteur agricole ne peut être par principe considéré qualifié sur le marché des émissions de carbone ...

34. Ces observations rejoignent celles précédemment faites (*v. supra § 9 et 10*) qui consistent à différencier clairement deux catégories de clients : les investisseurs financiers d'une part, ceux qui interviennent en couverture des activités qu'ils exercent sur le marché physique d'autre part.

Q.14) Do you have any evidence that regulation according to the main business of the group may cause competitive distortions?

35. Il n'est bien évidemment pas intellectuellement satisfaisant de constater que des acteurs peuvent exercer une même activité tout en étant placés dans des cadres d'exercice différents : cela conduit en effet à des distorsions concurrentielles dont la justification demande à être apportée. En l'occurrence toutefois, l'AMAFI estime que cette justification existe dans la mesure où, comme elle l'a déjà souligné (*v. supra § 7 et 8*), les enjeux de confiance des investisseurs et de sécurité du système financier nécessitent que les acteurs des marchés de dérivés de commodities affiliés à un groupe financier soient placés dans un cadre d'exercice rigoureux dont la nécessité n'est pas établie pour les acteurs appartenant à des groupes industriels ou commerciaux.

L'AMAFI considère en conséquence, et comme elle l'a aussi souligné (*v. supra § 9 et 10*), que la problématique n'est pas celle des distorsions concurrentielles qui naissent de cette situation, mais celle de la protection que les investisseurs financiers sont en droit d'attendre de la part des acteurs qui leur proposent des services et produits financiers. Cette question, sur laquelle il semble nécessaire que CESR et CEBS réfléchissent de manière approfondie, invite à appréhender différemment les règles issues des directives MIF et CRD.

36. Cette modification d'approche est d'autant plus nécessaire que sous l'angle des distorsions concurrentielles restent en tout état de cause difficiles à traiter les problématiques d'arbitrage réglementaire. Le risque est en effet fort que, face à des modifications du cadre d'exercice qu'ils considéreraient inappropriés, les acteurs affiliés à des groupes industriels ou commerciaux ne déplacent leurs activités vers des pays où les contraintes sont moindres, sans bénéfice aucun pour l'Europe en termes de valeur ajoutée et d'emplois : c'est d'ailleurs ce qui s'est produit lors de l'entrée en vigueur de la directive MIF où certains acteurs de l'énergie ont délocalisé leurs entités actives sur le marché des dérivés de commodities vers la Suisse.

Ce risque est moins fort sous l'angle de la protection du client investisseur : en tous cas, il n'est pas d'une nature et d'une intensité différentes de celui qui existe généralement sur les activités financières où tout investisseur a toujours la possibilité de s'adresser à un établissement situé en dehors d'Europe, et donc non soumis aux directives MIF et CRD.

Q.15) Do you agree that full application of CRD capital requirements to specialist commodity derivative firms is likely to impose a regulatory burden that is misaligned with their potential systemic impact?

37. L'AMAFI considère effectivement que la pleine application de la CRD aux *specialist commodity derivative firms* constituerait une charge réglementaire contraignante et coûteuse, sans rapport avec les risques que ces acteurs peuvent présenter. Les conséquences pourraient être une augmentation du recours aux opérations de gré à gré, voire à une délocalisation de la négociation de certains produits.

Q.16) Do you believe that full application of CRD large exposure requirements to specialist commodity derivative firms is likely to impose a regulatory burden that is misaligned with their business and their potential systemic impact?

38. Pour les mêmes raisons qu'évoquées précédemment, l'AMAFI estime que l'application des dispositions concernant les grands risques aux *specialist commodity derivative firms* constituerait une contrainte excessive par rapport aux risques créés par cette catégorie d'acteurs.

Q.17) Do you believe there is a potential for regulatory arbitrage? If so, can you provide evidence?

39. Oui, bien sûr, les risques d'arbitrage réglementaire existent, et ils sont d'autant plus importants que les marchés sont globaux : les récentes déclarations en ce sens du Président de ICE US concernant le marché des dérivés du pétrole en sont un exemple.

PART D. MIFID QUESTIONS 4 TO 6

Q.18) Do you believe that the application of the MiFID organisational requirements support the intended aims of market regulation when applied to specialist commodity derivatives firms, or commodity derivatives business? If not, what aspects of the organisational requirements do you believe do not support the aims of market regulation when applied to such firms and why?

40. La mise en conformité avec les règles organisationnelles prévues par la MiFID pour des entités actuellement non régulées entraînera un coût non négligeable, particulièrement pour les petites structures. Cela peut entraîner un risque de déséquilibre des marchés concernés si certains acteurs se retirent de ces marchés, développent leurs activités sur les marchés de gré à gré ou hors de la zone euro.

Pour l'AMAFI, encore une fois, la problématique est d'abord celle de la capacité de ces entités non régulées à fournir des services et produits financiers à des investisseurs financiers sans fournir le niveau de protection que ceux-ci sont en droit d'attendre.

Q.19) Do you believe that there is a case for changing the client categorisation regime as it applies to commodity derivatives business? If so, do you have any evidence on the scale of the problem or potential problem posed by the existing rules?

41. Sur ce point, l'AMAFI renvoie à ses commentaires précédents (v. supra § 31 et s.).

Q.20) Do you believe that the conduct of business rules in the MiFID effectively support the aims of regulation with respect of commodity derivatives business? If not, can you explain why and in what respects and whether your response is contingent upon the client categorisation definitions applied to commodity derivatives business?

42. Comme elle l'a déjà souligné (v. supra § 9 et 10), l'AMAFI considère que la réflexion doit s'appuyer sur une distinction entre deux catégories de clients selon qu'ils sont investisseurs financiers ou qu'ils interviennent en couverture des activités qu'ils exercent sur le marché physique. Les règles de conduite sont particulièrement importantes pour les premiers dans la mesure où leur finalité première est de leur apporter certaines garanties quant à la qualité et à l'impartialité du service fourni. La question est donc de déterminer si l'investisseur financier qui intervient sur le marché des dérivés de commodities ne peut légitimement s'attendre à bénéficier du même niveau de garantie que lorsqu'il agit sur d'autres produits financiers. En revanche, pour les autres clients, dont la logique n'est pas financière, la pertinence de règles de conduite définies dans un contexte financier apparaît d'autant moins qu'en tout état de cause, s'ils désirent en bénéficier, il leur suffit alors de passer par un établissement financier ...

Dans ce cadre cependant, l'AMAFI estime qu'une revue détaillée des règles de conduite doit être menée pour vérifier leur caractère approprié par rapport à un marché qui, non seulement rassemble deux grandes catégories d'intervenants (financiers et non financiers), mais sur lequel en outre les intervenants non financiers ont un poids tout à fait décisif.

Q.21) Do each of the following elements of the criteria for determining which commodity derivatives contracts are financial instruments offer sufficient clarity to market participants to understand where the boundaries of the MiFID lie?

- a) the phrase "...that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a fault or other termination event)";**
- b) the phrase "traded on a regulated market and/or MTF"**
- c) the definition of a spot contract in Article 38(2) of the MiFID implementing regulation;**
- d) the criteria in articles 38(1)(a), (b), and (c);**
- e) the definition of a commodity in Article 2 of the MiFID implementing regulation; and**
- f) the list of underlyings of exotic derivatives mentioned in Section C(10) of Annex I to the MiFID and Article 39 of the MiFID implementing regulation.**

43. La définition des dérivés de commodities en tant qu'instrument financier a fait l'objet de longues discussions et est le fruit d'un équilibre fragile. L'AMAFI ne considère donc pas utile à ce stade, alors qu'il n'existe pas d'élément de réflexion supplémentaire qui nécessiterait d'être pris en compte de rouvrir ce débat.

Q.22) Do you have any evidence of physically-settled commodity OTC contracts being written in a way that removes them from the definition of financial instruments?

44. L'AMAFI n'a pas d'élément particulier à faire valoir à ce propos.

Q.23) Do you believe there are sufficient similarities between different commodity derivatives markets to make it inappropriate to differentiate the regulatory regime on the basis of the underlying being traded?

45. Non ! L'AMAFI estime bien au contraire que, comme elle l'a déjà indiqué, la grande diversité des sous-jacents des dérivés de commodities rend difficilement envisageable la mise en œuvre d'une réglementation unique applicable à tous les segments. Cela l'est d'autant plus que certains marchés physiques disposent d'un régulateur ayant élaboré des corpus de règles propres, et qu'il est nécessaire de tenir compte de ces corpus.

A tout le moins, un corps de règles spécifique à chaque grande famille (Energie, Agriculture, Métaux, ...) doit être défini.

Q.24) If the capital treatment of specialist commodity derivative firms is resolved, do you think there is still a case for retaining both of the exemptions in Articles 2(1) (i) and (k)? If not, how do you think the exemptions should be modified or eliminated? If the exemptions in Articles 2(1) (i) and (k) were eliminated, what effect do you think this would have on commodity derivatives markets?

46. L'AMAFI n'a pas d'avis particulier sur cette question.

PART E. CRD QUESTIONS 4 TO 6

Q.25) Do you believe based on the above analysis that the application of the CRD large exposures regime to specialist commodity derivatives firms is disproportionate?

47. Oui, dans la mesure où les *specialist commodity derivatives firms* n'ont pas d'impact direct sur le système financier.

Q.26) Do you agree that the maturity ladder approach is unsuitable for calculating capital requirements for non-storable commodities? If yes, are the proposed alternatives better suited to that task?

48. L'AMAFI n'a pas d'avis particulier sur cette question.

Q.27) Do you believe that the shortcomings identified in 2. b. and c. and 3. are relevant? Are there others that need consideration?

49. Concernant les obligations de reporting pour les entités agissant sur les dérivés de commodities à titre accessoire, l'AMAFI considère qu'il convient d'alléger la période de reporting sur une base semi annuelle et de ne prendre en compte que les entités dont la valorisation des stocks en fonction des prix de marché dépassent une valeur d'un million d'euro.

Q.28) Do you think that the solutions outlined above are adequate to address these problems?

50. L'AMAFI n'a pas d'avis particulier sur cette question.

Q.29) Do you agree with the conclusion above?

51. Les différences d'interprétation entre régulateurs nationaux relevées par CESR et CEBS dans l'application de certaines exemptions est réelle et constitue une difficulté dans la mise en œuvre des directives MIF et CRD. Cette difficulté n'est toutefois pas particulière aux marchés des dérivés de commodities : comme l'a déjà relevé l'AMAFI (*v. supra § 11*), elle est le reflet général d'un cadre d'exercice qui est désormais posé au niveau européen mais dont la mise en œuvre (contrôle et sanction) est toujours opérée au niveau national. Il ne peut toutefois être tiré comme conséquence générale de ces différences que leur résorption passe par leur suppression automatique : il ne revient pas à CESR ou CEBS d'apprécier la légitimité d'exemptions posées par le niveau politique. Il revient en revanche aux deux Comités de résoudre les difficultés en unifiant les interprétations nationales.

Cette unification doit être menée, selon l'AMAFI, en distinguant fondamentalement, non par rapport à la qualité financière du groupe auquel est rattachée l'entité concernée, mais par rapport à la nature du client (investisseur financier ou non) avec lequel elle est en relation.

Q.30) Which of the options presented above do you consider appropriate for the application to specialist commodity derivative firms?

52. L'AMAFI considère que l'enjeu, comme elle l'a déjà souligné (*v. supra § 9 et 10*), est d'abord de déterminer si l'entité concernée rend ou non un service à un investisseur financier. Si cela est le cas, il n'y a en effet pas de raison que cette entité ne soit pas soumise aux mêmes règles et procédures que celles applicables aux établissements financiers. Si cela n'est pas le cas, la nécessité de l'assujettir à un régime prudentiel particulier même « approprié » demande alors à être démontré, notamment par rapport au risque particulier que ces intervenants feraient courir au système financier, et qui ne serait pas suffisamment pris en compte par les règles qui s'imposent aux acteurs du système financier.

Il est bien évident en outre que le passeport européen institué par la directive MIF ne peut alors bénéficier aux entités qui ne respectent pas les règles qui conditionnent son utilisation. Cela signifie que ces entités ne pourront de plein droit agir dans les Etats membres qui considéreront la fourniture de services sur les marchés de dérivés de commodities comme relevant du domaine financier.

53. L'AMAFI invite toutefois à considérer un assouplissement de ce principe strict pour les intervenants qui font uniquement de la réception / transmission d'ordres, compte tenu de l'intérêt qu'ils présentent pour le développement du marché des dérivés de commodities et du faible niveau de risque lié à leur activité.

Il faut noter en effet que ce type d'intervenants est particulièrement développé dans le secteur des soft commodities où les coopératives agricoles sont souvent un lien incontournable entre les producteurs, stockeurs et les marchés.

Q.31) Do you think a complementary opt-in or opt-out regime could be helpful?

54. L'AMAFI renvoie ici à sa réponse à la question précédente.

ⓂⓄⓂ