

**SEPARATION ET REGULATION
DES ACTIVITES BANCAIRES
Dispositions relatives à la régulation
des dérivés de matières premières agricoles
-
Observations de l'AMAFI**

Le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires présenté par le Gouvernement a été adopté en première lecture par l'Assemblée nationale, puis par le Sénat. Il doit être prochainement discuté en seconde lecture par l'Assemblée.

Le projet de loi comporte des dispositions renforçant la régulation des dérivés de matières premières agricoles. Au travers du paragraphe II du nouvel article L. 511-48 du Code monétaire et financier, son article 1^{er} interdit ainsi à la filiale cantonnée de réaliser pour son compte-propre des opérations sur instruments financiers à terme dont l'élément sous-jacent est une matière première agricole. Surtout, le Sénat a introduit des dispositions complémentaires en la matière.

A ce stade des travaux parlementaires, et alors que la réglementation européenne prévoit aussi des mesures d'encadrement sur ces mêmes aspects, mais sans être encore stabilisée, l'AMAFI, dans le cadre de son Comité Commodities, souhaite alerter sur les risques que comportent les articles 4 *quinquies* A, B, et C au regard des objectifs poursuivis par le législateur et formuler, en conséquence, des propositions.

Article 4 quinquies A

I. – La section 4 du chapitre I^{er} du titre II du livre IV du code monétaire et financier est complétée par un article L. 421-16-2 ainsi rédigé :

« Art. L. 421-16-2. – Dans les conditions fixées par son règlement général, l'Autorité des marchés financiers impose des limites aux positions sur instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole qu'une personne est autorisée à détenir et fixe des dérogations notamment lorsque les positions en cause ont été constituées à des fins de couverture. »

II. – Le présent article s'applique à partir du 1er juillet 2015.

L'AMAFI observe que le nouvel article L. 421-16-2 a un champ très large : les limites de position s'appliqueront à tout contrat sur tout type de sous-jacent agricole et à toute personne. Il conduit ainsi à avoir un effet général atteignant les contrats conclus en OTC, de même que ceux négociés hors de France. Par ailleurs, le texte prévoit la possibilité de dérogations lorsque les positions ont été prises à des fins de couverture.

Dans ce cadre, plusieurs points retiennent l'attention de l'Association :

- Pour les instruments traités sur des marchés français (MATIF), le risque est de voir les intervenants étrangers se détourner de ceux-ci, s'agissant d'une contrainte spécifiquement nationale, au profit d'autres alternatives, au détriment de la liquidité de ces marchés, et donc de leur capacité à satisfaire les besoins de couverture des utilisateurs finaux.
- La capacité de l'AMF à imposer des limites de position sur tout instrument dont le sous-jacent est une matière première agricole n'a pas de réalité en ce qui concerne ceux négociés sur des marchés étrangers, y compris lorsque l'opération est réalisée en OTC sans point de rattachement avec la France. Outre que l'AMF n'a en la matière aucune possibilité de contrôle, en l'absence de certitude sur le champ qui sera finalement couvert par la réglementation européenne issue de MIF II, cela contreviendrait aux principes du passeport européen.
- Sauf à placer les intervenants français dans une position intenable vis-à-vis de leurs clients étrangers, favorisant au final leurs concurrents non-résidents, il ne peut être demandé à ceux agissant pour compte de tiers de vérifier le respect par leurs clients des obligations qui sont les leurs en termes de limites de position.

Aux vues de ces observations, l'AMAFI préconise de :

- 1. Limiter la portée de cet article aux seuls instruments financiers sur matières premières agricoles négociés sur les marchés organisés français (marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation) ;**
- 2. Veiller à ce que le dispositif s'applique aux seules positions prises pour compte propre, à l'exclusion de celles prises pour compte de tiers ;**
- 3. De ne définir des limites de positions applicables sur toute la durée du contrat qu'après une analyse approfondie par l'AMF, pour chacun des produits considérés, des intervenants et des besoins des marchés physiques sous-jacents. Ceci afin d'éviter, soit d'établir des limites qui, si elles étaient fixées trop bas, contribueraient à pénaliser la liquidité et partant la qualité des prix pour les utilisateurs finaux, soit si elles étaient fixées trop haut, rendraient ces limites inopérantes.**
- 4. Instaurer ou maintenir le mécanisme de limites de position à proximité de l'échéance, tel qu'appliqué depuis longtemps par Clearnet SA pour les contrats dérivés de matières premières agricoles, ce qui permet de prévenir efficacement les évolutions trop importantes de prix à proximité de la livraison (convergence entre le prix du contrat future à son terme et celui du marché physique).**
- 5. D'assurer au maximum la cohérence avec les futures dispositions européennes telles qu'elles peuvent être raisonnablement anticipées à ce stade.**

L'Association accueille par ailleurs favorablement le fait que le texte, de manière pragmatique, opère un renvoi aux conditions fixées par le règlement général de l'AMF et prévoit une application au 1^{er} juillet 2015.

Article 4 quinquies B

Le chapitre Ier du titre V du livre IV du code monétaire et financier est complété par une section 5 ainsi rédigée :

« Section 5

« Obligation d'information par les personnes détenant des instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole

« Art. L. 451-5. – Toute personne détenant des instruments financiers dont le sous-jacent est constitué en tout ou partie d'une matière première agricole, au-delà d'un seuil de détention fixé pour chaque matière première concernée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et dans les conditions fixées par ce dernier, communique quotidiennement le détail de ses positions à l'Autorité des marchés financiers. »

Tout comme pour l'application des limites de position, la formulation très large induit un champ lui-aussi très large quant à l'obligation, au-delà d'un seuil de détention, de communication quotidienne du détail des positions à l'AMF.

Dans ce cadre, l'Association souligne que :

- La fixation de seuils de détention suppose une connaissance complète des positions de tous les intervenants pour chaque matière première concernée. On ne voit pas comment l'AMF pourra avoir cette connaissance autrement que pour les intervenants soumis à son contrôle car agréés en France. Agir de façon efficace par rapport aux préoccupations exprimées par le législateur ne sera alors pas possible puisque tout une part du marché lui échappera.
- La notification quotidienne est très contraignante. Le champ d'application des instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole est très large. Pour les grands acteurs agissant sur une gamme étendue de produits, des moyens très importants devront être mis en œuvre pour assurer la pertinence de l'agrégation des positions prises sur différents segments (marchés organisés, swaps, OTC, ETF, ...), voire sur différentes places de cotation. Ces moyens sont sans commune mesure avec l'amélioration des conditions de fonctionnement du marché qui peut être espérée. Cela constituera donc un facteur de distorsion concurrentielle majeur au détriment des intervenants localisés en France, avec pour résultat une perte de maîtrise du marché qui sera de plus en plus animé par des intervenants agissant depuis l'étranger.
- Sauf à placer les intervenants français dans une position intenable vis-à-vis de leurs clients étrangers, favorisant au final leurs concurrents non-résidents, il ne peut être demandé à ceux agissant pour compte de tiers de vérifier le respect par leurs clients des obligations qui sont les leurs en termes de communication des positions.
- Il n'y a pas de précision quant à l'entrée en vigueur de cet article ce qui laisse supposer une entrée en vigueur dès publication de la Loi.

Aux vues de ces observations, l'AMAFI préconise de :

1. Limiter, dans un premier temps, la portée de cet article aux seuls instruments financiers sur matières premières agricoles négociés sur les marchés organisés français (marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation). Par ailleurs, la mise en œuvre de cette disposition, même limitée aux seuls marchés réglementés n'est pas neutre et constitue un facteur de déstabilisation des établissements français alors que cette même disposition est en voie de formalisation au niveau européen. C'est pourquoi l'Association préconise que par ailleurs la date d'entrée en vigueur de cette disposition soit alignée avec celle de la mise en place effective du *reporting* tel que prévu par la MIF pour les instruments négociés sur les marchés organisés ;
2. Etendre, seulement dans un deuxième temps, l'obligation aux instruments négociés en OTC, lorsque : *i)* la MIF II entrera en vigueur, en veillant particulièrement à la concordance des *reporting* des différentes sources ; *ii)* les référentiels centraux sur matières premières agricoles, agréés par l'ESMA, seront opérationnels.
3. Veiller à ce que le dispositif s'applique aux seules positions prises pour compte propre, à l'exclusion de celles prises pour compte de tiers ;

Article 4 quinquies C

Le titre II du livre IV du code monétaire et financier est ainsi modifié :

1° La section 6 du chapitre Ier est complétée par un article L. 421-23 ainsi rédigé :

« Art. L. 421-23. – L'Autorité des marchés financiers publie un rapport hebdomadaire présentant les positions agrégées détenues par les différentes catégories de personnes détenant des instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole négociés sur un marché réglementé et qui lui ont été communiquées en application de l'article L. 451-5.

« Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers prévoit les conditions d'application du présent article. » ;

2° La section 2 du chapitre IV est complétée par un article L. 424-4-2 ainsi rédigé :

« Art. L. 424-4-2. – L'Autorité des marchés financiers publie un rapport hebdomadaire présentant les positions agrégées détenues par les différentes catégories de personnes détenant des instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole négociés sur un système multilatéral de négociation et qui lui ont été communiquées en application de l'article L. 451-5.

« Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers prévoit les conditions d'application du présent article. »

Il est ainsi mis à la charge de l'AMF, dans des conditions qu'il lui appartient de préciser, la publication hebdomadaire de rapports sur la « *détention des instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole négociée sur un marché règlementé [ou un SMN]* ».

Dans ce cadre, l'AMAFI souligne que :

- La publication ainsi faite, malgré son caractère agrégé, peut dans certaines situations, conduire à dévoiler au marché les positions prises par certains intervenants si elles devaient être faites avant que ceux-ci n'aient pu exploiter les délais de publication qui leurs sont ouverts du fait de la taille de leurs positions.

Elle préconise ainsi de :

- **Prévoir que le rapport n'intégrera pas les positions importantes de nature à impacter les prix si elles étaient portées à la connaissance des acteurs du marché et qui, pour cette raison, peuvent bénéficier d'un différé.** L'enjeu est notamment de ne pas déstabiliser ces intervenants dans la gestion de la couverture de leur position.

