

An English version is
available on page 9

CE – Registre des représentants d'intérêts – Numéro AMAFI :
Assoc 97498144

FX FINANCIAL INSTRUMENT

Consultation de la Commission Européenne

- Contribution de l'AMAFI -

L'Association française des marchés financiers (AMAFI) regroupe plus de 120 adhérents, entreprises d'investissement, établissements de crédit et infrastructures de marché, soit plus de 10.000 professionnels des marchés, opérant sur les marchés d'actions, de dettes et de dérivés. Environ un tiers de ses adhérents sont des filiales ou des succursales de groupes étrangers.

L'AMAFI, en liaison avec la Fédération bancaire française (FBF), a examiné avec attention la consultation, en date du 10 avril 2014, de la Commission afin de clarifier la classification en instruments financiers de certains contrats de change. Elle apprécie la possibilité qui lui est donnée de formuler ses observations sur ce document qu'elle considère de la plus grande importance pour la construction effective du marché unique des services financiers. Elle se félicite de la réactivité de la Commission sur un problème qui a été identifié récemment par l'ESMA à l'occasion de la mise en place des premières dispositions d'EMIR.

Les observations de l'AMAFI sont partagées par la FBF.

Avant de répondre aux questions posées par la Commission, l'AMAFI souhaite synthétiser son analyse de la situation.

I. – SYNTHÈSE DE LA POSITION DE L'AMAFI

Les travaux menés dans le cadre d'EMIR et en premier lieu sur les obligations de reporting ont permis de mettre en exergue des différences d'interprétation parmi les Etats Membres quant à la qualification des certains contrats portant sur le change.

Notre compréhension est que le périmètre d'incertitude est celui des contrats dits *outright forwards*, dont le délai de paiement est supérieur à deux jours et inférieur à sept jours selon les normes de marché. En revanche, il n'y a pas de doute sur le fait que les contrats dits *spots*, dont le délai de paiement est inférieur ou égal à deux jours, ne sont pas des instruments financiers et a contrario que les opérations dont le délai de dénouement excède 7 jours et les *swaps* de change sont des instruments financiers, soumis à ce titre aux différentes réglementations européennes qui les concernent¹.

¹ L'Italie exclut, de la liste des instruments financiers les *outright forwards* liés à des opérations commerciales ainsi que des *forwards* dénoués en cash.

Il est indispensable de disposer d'une harmonisation rapide des règles dans les différents Etats membres, étant souligné que l'objectif doit être *a minima* de ne pas considérer comme instrument financier les *outright forwards* qui sont indissociablement liés (« contingents ») à une autre opération, notamment à une transaction sur titre de marché primaire ou de marché secondaire. A cet égard, il doit être souligné que c'est cette option qui a été retenue aux Etats-Unis, la position américaine étant de considérer comme contrats au comptant (*spot*) ceux dont le dénouement est de deux jours ou moins, mais aussi ceux liés à une transaction sur titres dont le délai de dénouement est supérieur à deux jours (notion de *bona fide spot transaction*²).

Toutefois il nous semble que cet objectif ne peut être atteint dans des délais suffisamment courts et compatibles avec la nécessité d'harmoniser les règles européennes dans le contexte de mise en place progressive d'EMIR.

En effet, se pose la question de possibilité à décliner, en droit européen, l'exclusion des opérations contingentes admise aux Etats Unis. Dans sa réponse au courrier de l'ESMA en date du 26 février 2014, la Commission précise que la notion de « *commercial purpose* » ne peut pas s'appliquer, comme l'avait suggéré l'ESMA dans son courrier à la Commission, aux contrats sur le Forex. De plus, il est nécessaire de s'assurer qu'il est possible d'accorder un statut juridique différent (instrument financier ou non) à un contrat selon qu'il est contingent ou non à une autre opération. En tout état de cause, le temps nécessaire aux analyses juridiques et aux modifications législatives éventuelles au niveau européen ou dans les Etats membres n'est pas compatible avec la nécessité de trouver rapidement un régime européen harmonisé.

De plus, les systèmes d'information des établissements ne savent pas toujours distinguer, parmi les *outright forwards*, ceux qui sont contingents à une autre opération de ceux qui ne le sont pas. Par exemple, une société de gestion qui investit dans une valeur libellée en dollar peut s'adresser à deux desks différents pour acheter les titres et pour couvrir son besoin de change, sans que le second n'ait connaissance de la transaction sur titres. Il convient donc de laisser un temps suffisamment long afin de permettre l'adaptation des systèmes d'information.

Dès lors, il est nécessaire de définir et de mettre en place un régime transitoire qui soit le plus simple possible tant d'un point de vue juridique qu'opérationnel. Ce régime transitoire considérerait que les *outright forwards* dont la durée est inférieure à sept jours ne sont pas des instruments financiers. Eventuellement, le délai de sept jours pourrait être raccourci en tenant compte des délais de règlement-livraison sur titres des principaux marchés mondiaux tant du côté des opérations des marchés primaires que des marchés secondaires. Dans ce contexte, **notre première analyse est qu'un délai de 5 jours pourrait être envisagé.**

Le régime transitoire devrait s'achever dès que toutes les conditions seront réunies pour que la solution optimale puisse être atteinte.

En tout état de cause, il est indispensable que ce régime transitoire, ou tout autre régime qui serait adopté, soit pleinement harmonisé au niveau européen et qu'aucun des Etats Membres ne puisse y déroger.

² *The CFTC will consider the following to be a bona fide spot foreign exchange transaction: An agreement, contract or transaction for the purchase or sale of an amount of foreign currency equal to the price of a foreign security with respect to which (i) the security and related foreign currency transactions are executed contemporaneously in order to effect delivery by the relevant securities settlement deadline and (ii) actual delivery of the foreign security and foreign currency occurs by such deadline (such transaction, a "Securities Conversion Transaction"). For Securities Conversion Transactions, the CFTC will consider the relevant foreign exchange spot market settlement deadline to be the same as the securities settlement deadline.*

II. – QUESTIONS DU DOCUMENT DE CONSULTATION

(1) Do you agree that a clarification of the definition of an FX spot contract is necessary?

Comme le souligne le document de consultation, les transactions sur devises jouent un rôle déterminant dans le bon fonctionnement et le développement de l'économie mondiale, notamment en tant que moyen de paiement et outil de transmission des politiques monétaires. Il apparaît à cet égard indispensable de clarifier, idéalement à l'échelle la plus large possible, la définition des transactions *spot*, devant être considérées comme des moyens de paiement et de celles devant, à l'inverse, être considérées comme des instruments financiers.

Pour l'heure, la réglementation européenne (Directive 2004/39/CE dite MIF) laisse assez largement à chacun des législateurs ou régulateurs nationaux le soin de déterminer la frontière, au sein des opérations de *outright forwards* entre celles relevant des opérations *spot* et celles devant être traitées comme des produits dérivés. Dans ce cadre, les régulateurs londonien (Londres constituant d'assez loin la principale place européenne en la matière) et luxembourgeois ont publiquement adopté une position très souple considérant les *outright forwards* avec un délai de dénouement de 3 à 7 jours comme n'étant pas des instruments financiers. Au contraire, l'Irlande, l'Allemagne et la France ont affirmé leur volonté de ne définir comme opérations *spot* seulement celles dont le délai de dénouement n'excède pas 2 jours.

Ces divergences d'interprétation ont diverses conséquences, dont les plus immédiates portent sur :

- la qualité des reporting soumis dans le cadre du Règlement EMIR, des contreparties à une même transaction pouvant être soumises à des règles différentes ;
- un doute fort sur les traitements à réserver aux opérations de change avec un délai de dénouement de 3 à 7 jours lorsque les obligations de compensation prévues par le Règlement entreront en vigueur ;
- le risque pour les entités intervenant à la fois depuis le Royaume Uni et le continent de devoir différencier leurs traitements et leurs systèmes d'information en fonctions des interprétations locales ;
- une rupture du *level playing field* commercial entre les intervenants continentaux et leurs homologues au Royaume Uni, face à la clientèle d'entreprises et d'investisseurs (en effet une entreprise ou un fonds traitant une opération de change dénouant entre 3 et 7 jours face à un dealer continental devrait se doter de la faculté de reporter ses opérations, mais pourrait considérer ne pas avoir la même contrainte en traitant face à un dealer UK).

Une définition homogène à l'échelle européenne de la frontière entre opérations *spot* (traités comme des moyens de paiement) et *forward* (traités comme des instruments financiers dérivés) apparaît donc indispensable, et doit spécifiquement trancher la question des opérations dont le délai de dénouement est compris entre 3 et 7 jours.

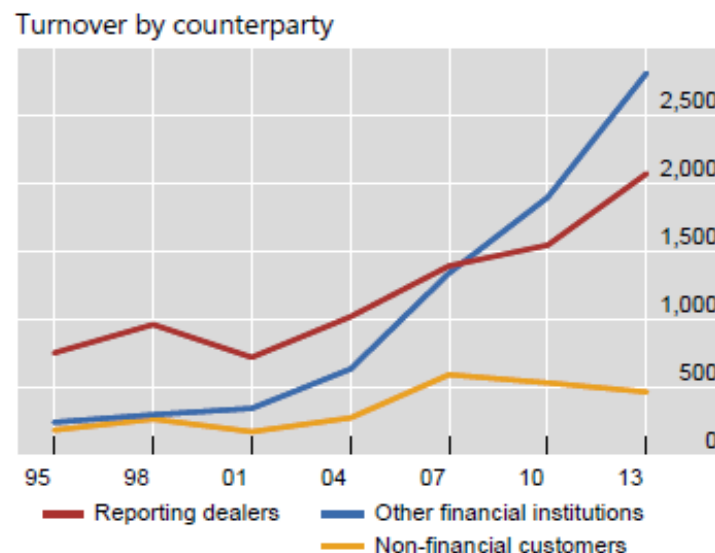
L'AMAFI considère en outre que la définition de cette frontière doit tenir compte de la situation dans d'autres juridictions, et notamment aux Etats-Unis. Pour mémoire, la position américaine est de considérer comme contrats au comptant (*spot*) ceux dont le délai de dénouement est inférieur ou égal à deux jours mais aussi ceux liés à une transaction dont le délai de dénouement est supérieur à deux jours (notion de *bona fide spot transaction*).

(2) What are the main uses for and users of the FX spot market? How does use affect considerations of whether a contract should be considered a financial instrument?

Comme le rappelle le document de consultation, et comme l'illustre le document de synthèse émis en décembre 2013 par la Banque des Règlements Internationaux sur la base de son sondage triennal, le marché des changes répond à une grande diversité de besoins : les opérations de change interviennent notamment en support d'opérations de paiement et de stratégies d'investissement (industriel et financier) et comme levier de transmission des politiques monétaires.

Cette diversité d'utilisation est reflétée par la diversité des intervenants de ce marché :

Illustration n°1 : diversité des intervenants du marché des changes



Parmi toutes ces utilisations, le recours aux contrats *spot* et des *outright forwards* par les adhérents de l'AMAFI est, du fait de leur activité, essentiellement lié aux transactions sur titres, que ce soit sur le marché primaire ou le marché secondaire (**opérations contingentes**).

Ces contrats sont utilisés en lien avec des opérations d'achat ou de vente de titres (actions ou obligations) dont le délai de règlement est le plus souvent supérieur à deux jours. Ainsi, sur le marché secondaire, une société de gestion qui achète un titre en dollar à T, lequel sera réglé-livré à T+3, va parallèlement couvrir sa position de change, avec les mêmes dates de conclusion et de dénouement. A cette fin, elle conclut un contrat euro/dollar dès T par lequel elle recevra des dollars contre des euros à T+3 pour régler le montant de sa transaction sur titre.

Notons que de telles occurrences liées au marché secondaire des titres vont diminuer dans l'avenir avec l'adoption graduelle par de nombreux marchés d'un cycle de règlement de 2 jours : les pays européens passeront à T+2 entre fin 2014 et début 2015, les Etats-Unis ont récemment annoncé leur intention de passer à T+2 sans toutefois encore préciser l'échéance de migration.

Les mécanismes sur le marché primaire sont similaires, avec toutefois la nécessité de prévoir des délais de dénouement supérieurs, du fait du délai documentaire, qui vient s'ajouter au délai standard de règlement livraison des titres. Ainsi, le délai de règlement des émissions obligataires publiques et privées européennes est le plus fréquemment de 5 jours. Le même délai s'applique aux opérations de change des investisseurs qui choisissent de couvrir la position de change éventuellement induite par leur investissement sur le titre (investisseur UK sur une OAT, par exemple).

Enfin, notons que la réalisation d'Opérations Sur Titres (détachement de dividendes en cash ou titres, émissions de droits, etc.) peut induire le même besoin de conclure des opérations de change contingentes pour les investisseurs avec un cycle commandé par le cycle de l'OST.

Une classification de ces opérations de change en instruments financiers emporterait plusieurs conséquences négatives. Notamment :

- les fonds dont le prospectus interdit d'intervenir sur des instruments dérivés se trouveraient *de facto* dans l'impossibilité d'utiliser de tels contrats. En conséquence, ces fonds ne pourraient plus investir que dans les valeurs de leur zone monétaire, ou accepter de moins bien couvrir leur risque de change, en ne concluant leur opération de couverture que postérieurement à l'investissement en titres ;
- pour les émetteurs publics et privés, du fait de l'impact sur les marchés primaires et secondaires, en termes d'éviction potentielle de certains acteurs ou de dégradation de la gestion de leur risque de change, il pourrait en résulter un accroissement des coûts d'émission, et donc de financement ;
- de façon plus générale, la classification des *outright forwards* les soumet à toute la réglementation financière (MIF, EMIR, MAD...), ce qui ajoute des coûts supplémentaires sans que les bénéfices pour la protection des clients, pour la gestion des risques systémiques (cf question 6) ou pour la collectivité ne soient véritablement démontrés.

Au-delà du cas des opérations de change liées à des transactions sur titres, l'AMAFI a connaissance d'autres types d'opérations contingentes qui appellent un traitement spécifique.

En particulier, le cas des opérations de *cross forex* mérite un examen *ad hoc* : pour des raisons de liquidité, un dealer traitant une opération *spot* EUR / CAD face à un client va couvrir son exposition en gérant d'une part une exposition EUR / USD et d'autre part une exposition USD / CAD. Il en résulte que le délai de règlement appliqué à l'opération EUR / CAD intègrera les éventuels jours non travaillés aux Etats-Unis, et pourra se traduire par un délai qui, du point de vue du calendrier EUR / CAD dépassera T+2.

Par exemple : le 4 juillet n'étant pas un jour ouvré aux Etats-Unis, un trader concluant une opération *spot* EUR / USD le lundi 3 juillet lui donnera une date de dénouement au jeudi 6 juillet, pour être conforme avec le délai standard T+2. De même, une opération *spot* USD / CAD conclue un lundi 3 juillet et dénouant le jeudi 6 juillet sera une opération T+2 selon les normes internationales. Or, l'opération EUR / CAD en résultant, conclue un lundi 3 juillet et dénouant le jeudi 6 juillet, sera une opération dénouant à T+3, le 4 juillet n'étant férié ni en Europe ni au Canada.

Du fait de son positionnement et de la nature de ses adhérents, l'AMAFI est particulièrement sensible à l'utilisation d'opérations de change contingentes (notamment liées à des transactions sur titres), et considère que ces opérations contingentes ne doivent en aucun cas être considérées comme des instruments financiers.

(3) What settlement period should be used to delineate between spots contracts? Is it better to use one single cut-off period or apply different periods for different currencies? If so, what should those settlement periods be and for which currencies?

L'AMAFI supporte l'idée selon laquelle, conformément aux pratiques de marché, la frontière entre opérations *spot* (moyens de paiement) et opérations *forward* (instruments financiers) doit être fixée de manière uniforme à 2 jours ouvrés, sous la double condition impérative :

- que soient exclues les opérations contingentes, notamment liées à des transactions sur titres (cf. question 2 et infra) ; et
- que soit prévue une période transitoire, permettant d'assurer l'adaptation des systèmes des intervenant et l'exclusion *de jure* des opérations contingentes (cf. question 7).

La mise en place de délais différenciés en fonction des monnaies ne paraît pas envisageable dans la mesure où il faudrait gérer des délais spécifiques par couple de monnaie.

Cependant, si l'exclusion des opérations contingente du champ des instruments financiers ne pouvait être obtenue, il apparaît que la frontière entre opérations *spot* et opérations *forward* devrait être fixée à 5 ou 7 jours ouvrés, afin de limiter autant que possible les impacts négatifs sur les marchés primaires et secondaires de titres.

(4) Do you agree that non-deliverable forwards be considered financial instruments regardless of their settlement period?

Le dénouement d'une opération de *non-deliverable forward* étant (i) totalement différent de celui d'une opération de change *spot* et (ii) déterminé par l'évolution d'un élément tiers, **l'AMAFI considère que les *non-deliverable forwards* doivent être considérés comme des instruments financiers**, et soumis aux réglementations applicables aux produits dérivés.

Nous comprenons par ailleurs que la CFTC entend proposer rapidement une règle de compensation des *non-deliverable forwards*.

(5) What have been the main developments in the FX market since the implementation of MiFID?

L'AMAFI considère que les évolutions les plus marquantes du marché *forex* au cours des dernières années ont été :

- l'augmentation des volumes, du fait notamment de l'intervention accrue des investisseurs institutionnels (cf. illustration n°1) ;
- l'amointrissement du risque induit par les opérations, qui a sans doute nourri l'augmentation des volumes, et qui a été permis par le développement depuis 2002 des services de *netting* et de Payment for Payment fournis par CLS Bank (cf. question 6) ;
- le développement du recours aux plateformes électroniques de négociations, avec pour corollaire la baisse des marges concédées aux *dealers*.

(6) What other risks do FX instruments pose and how should this help determine the boundary of a spot contract?

Les risques induits par une transaction de change sont ceux rappelés par la Banque des Règlements Internationaux dans sa « supervisory guidance for managing risks » de février 2013 :

- risque en principal lors du dénouement, en cas de défaut de la contrepartie ;
- le risque de remplacement de la contrepartie ;
- le risque de liquidité ;
- le risque opérationnel.

L'AMAFI considère que ces risques sont (i) convenablement encadrés et (ii) ne constituent pas l'axe le plus pertinent pour définir la frontière entre les opérations spot et les autres opérations de change.

L'AMAFI considère que les risques induits par les opérations de change sont convenablement encadrés :

- au cours des dernières années, le risque en principal a été fortement réduit par l'utilisation du service de Payment-Versus-Payment proposé par CLS Bank, équivalent au Delivery-Versus-Payment assuré par les dépositaires centraux pour le dénouement de titres ;
- le risque de remplacement est limité par le recours à la collatéralisation des transactions, dans le cadre des *Credit Support Annex* standards ;
- de manière générale, les risques induits par les opérations de change font l'objet d'une attention soutenue par les régulateurs aux différents échelons. En témoignent notamment les "*Supervisory guidance for managing risks associated with the settlement of foreign exchange transactions*" émis par la Banque des Règlements Internationaux en février 2013, qui définissent des guidances nouvelles aux superviseurs et aux banques en matière de gestion des risques liés aux opérations de change, et dont la mise en œuvre devrait faire l'objet d'une revue par BCBS et CPSS courant 2015.

Au-delà, l'AMAFI considère que, du point de vue de la prévention du risque systémique des instruments dérivés que le règlement EMIR a pour premier objectif de prévenir, la question de la qualification des opérations *outright* dont le dénouement intervient entre T+2 et T+7 ne représente qu'un enjeu marginal. En effet, comme révélé par le sondage de la BRI d'avril 2013 et rappelé dans le document de consultation lui-même, les opérations dont le dénouement intervient entre 2 et 7 jours ne représentent que 10% du total cumulé des transactions *spot* et *forward* (contre 75% pour les opérations dont le dénouement intervient dans les 2 jours ouvrés suivant leur conclusion).

(7) Do you think a transition period is necessary for the implementation of harmonized standards?

Comme expliqué dans les réponses aux questions précédentes, l'AMAFI considère que l'objectif doit être de disposer au plus vite d'un régime européen unifié, fondé sur un critère de dénouement à 2 jours pour différencier les opérations *spot* (considérées comme moyens de paiement) des opérations *forward* (considérées comme instruments financiers) et excluant du champ des instrument financiers les opérations de change contingentes, notamment à une transaction sur titres.

Ceci posé, au vu (i) de l'hétérogénéité des interprétations actuelles des différents régulateurs européens, (ii) de la nécessité pour la Commission de garantir l'exclusion *de jure*, à l'échelle européenne, des opérations contingentes dont le délai de dénouement excède 2 jours ouvrés et (iii) des délais d'adaptation de leurs systèmes par les acteurs du marché, afin d'identifier les-dites opérations contingentes, une période de transition apparaît nécessaire.

L'AMAFI considère que cette période de transition devrait :

- courir jusqu'à la mise en œuvre du programme T2S, permettant de réduire les occurrences d'opérations contingentes à des transactions sur titres en marché secondaire et dont le délai de dénouement excède 2 jours ;
- se traduire par la mise en place d'une délimitation temporaire à 5 ou 7 jours de dénouement entre opérations *spot* et *forward*.

(8) What is the approach to this issue in other jurisdictions outside the EU? Where there are divergent approaches, what problems do these create?

Cf. réponse à la question 1.

(9) Are there additional implications to those set out above of the delineation of a spot FX contract for these and other applicable legislation?

Pas de commentaire additionnel.

(10) Are there any additional issues in relation to the definition of FX as financial instruments that should be considered?

Pas de commentaire additionnel.



Contact :

Emmanuel de Fournoux – Directeur des Activités de marché
Email : edefournoux@amafi.fr / Téléphone : +33 1 53 83 00 78

EC – Register of interest representatives – AMAFI's Number:
Assoc 97498144

FX FINANCIAL INSTRUMENT

European Commission consultation

- AMAFI's response -

Association française des marchés financiers (AMAFI) is the trade organisation working at national, European and international levels to represent financial market participants in France. It acts on behalf of credit institutions, investment firms and trading and post-trade infrastructures, regardless of where they operate or where their clients or counterparties are located. AMAFI has more than 120 members operating for their own account or for clients in different segments, particularly organised and over-the-counter markets for equities, fixed-income products and derivatives. Nearly one-third of its members are subsidiaries or branches of non-French institutions

AMAFI, together with the Fédération bancaire française (FBF), examined with attention the consultation, launched on April 10th 2014 by the European Commission in order to clarify the classification as financial instruments of certain FX contracts. AMAFI appreciates the possibility to formulate observations on this document which it considers key for the establishment of an effective common market for financial services. It is pleased with the prompt reaction of the Commission on a problem which was recently identified by ESMA with the entry into force of the first provisions of EMIR.

AMAFI's observations are endorsed by the FBF.

Prior to responding to the questions of the Commission, AMAFI would like to summarise its analysis of the situation.

I. – SUMMARY OF AMAFI'S POSITION

The entry into force of EMIR, particularly of its obligation of reporting, highlighted different interpretations among Member States regarding the qualification of certain FX contracts as financial instruments.

We understand that the uncertainty mainly concerns so-called outright forward contracts, for which the settlement period lasts more than two days and less than seven days according to market practices. There is no doubt about the fact that spot contracts, for which the settlement period is under two days, are not financial instruments, and that, conversely, operations for which the settlement takes place after 7 days and FX swaps are financial instruments, which as a consequence fall under several European texts which concern them¹.

¹ Italy excludes from its list of financial instruments outright forward contracts linked to commercial transactions and forward contracts settled in cash.

It is extremely important to obtain a rapid harmonisation of European rules, keeping in view that the minimal objective should be to exclude from the qualification of financial instruments outright forward contracts which are contingent to another transaction, in particular to the transaction of a security on the primary or secondary market. In this respect, it should be underlined that this option now prevails in the United States, where spot contracts comprise contracts with a period of settlement of less than two days but also contracts with a longer settlement period in case that they are linked to another transaction (so-called bona fide spot transaction²).

However, this objective might not be easy to achieve in a sufficiently brief period, considering the urgency of the harmonisation of the rules for our members, because of both juridical and operational uncertainties.

The possibility to easily introduce the exclusion of contingent transactions like in the United States in European law is far from obvious. In its response to ESMA's letter of 26th February 2014, the Commission precised that the notion of commercial purpose could not be applicable, as suggested by ESMA in its letter to the Commission, to FX contracts. Moreover, it is necessary to ensure that there is a possibility to grant a different juridical status (financial instrument or not) to a contract on the basis of its link with another transaction. All things considered, the time needed to bring relevant modifications at the European or Member State level is not compatible with the need to establish rapidly a unified regime.

In addition, there are operational concerns about the capacity for IT systems of the banks to distinguish clearly between contingent and non-contingent outright contracts. For instance, an asset management company investing in a dollar-denominated security can contact two desks, one to buy the security and the other to edge the first transaction, without the second desk knowing the existence of the first transaction.

Consequently, it is necessary to set up a transition period in a practical manner from both juridical and operational perspectives. This regime should exclude outright forward contracts with a settlement period under seven days from the category of financial instruments. This period could possibly be shortened, taking into account the settlement periods on main primary and secondary world markets. In this context, our first view would be that a 5-day period could be acceptable.

The transition period should come to an end as soon as all conditions for establishing the optimal solution are met.

It is then indispensable that this transition period, or whatever regime adopted, is fully harmonised at the European level and that no Member State can depart from it.

² The CFTC will consider the following to be a bona fide spot foreign exchange transaction: An agreement, contract or transaction for the purchase or sale of an amount of foreign currency equal to the price of a foreign security with respect to which (i) the security and related foreign currency transactions are executed contemporaneously in order to effect delivery by the relevant securities settlement deadline and (ii) actual delivery of the foreign security and foreign currency occurs by such deadline (such transaction, a "Securities Conversion Transaction"). For Securities Conversion Transactions, the CFTC will consider the relevant foreign exchange spot market settlement deadline to be the same as the securities settlement deadline.

II. – RESPONSES TO THE QUESTIONS OF THE CONSULTATION DOCUMENT

(1) Do you agree that a clarification of the definition of an FX spot contract is necessary?

As outlined by the consultation document, forex transactions play a key role in the good functioning and development of global economy, especially as a means of payment and as a tool used by central banks in their monetary policies. From this standpoint, it appears absolutely necessary to clarify, ideally on the largest possible geographic scale, the definition of spot transactions - that are to be considered as means of payment - and the definition of other forex transactions, that are to be considered as financial instruments.

As of today, the European regulation (*Directive 2004/39/EC*) leaves it to each national legislator or regulator to determine the frontier, within outright forex trades, between spot and forward transactions, the latter being qualified as derivatives. Specifically, the FCA (London being by far the largest European financial center for forex) and the Luxembourg authority are supportive of a flexible position, whereby outright forwards with a settlement date between 3 and 7 working days are not considered as financial instruments. Conversely, Ireland, Germany and France are on the stricter stance that spot transactions should only be these with a settlement delay of no more than 2 working days.

These diverging interpretations have a variety of impacts, the most immediate ones being:

- a question on the quality of reportings submitted under the ambit of EMIR Regulation, since counterparties to the same transaction can be subject to different local rules
- a strong doubt over the process to apply to forex transactions with a settlement delay between 3 and 7 working days, once the clearing obligations defined by the Regulation enter into force;
- a risk, for those entities operating both from the UK and from the continent, to have to duplicate their operational processes and IT systems to accommodate each national interpretation;
- a breach of commercial level playing field between continental Europe players and their UK equivalents, when it comes to trading forex with corporate or investors (indeed, a corporation or a fund willing to trade a forex transaction with a settlement delay between 3 and 7 working days would have to be able to report it if dealing with an entity based in continental Europe, while it could consider that this constraint would not apply if dealing with a UK player).

It appears absolutely necessary to establish a clarified and harmonised (on a European basis) delineation between spot and forward forex contracts. Spot contracts are to be treated as means of payment, while forward contracts are to be treated as derivative financial instruments. The delineation must specifically deal with the issue of outright transactions having a settlement delay between 3 and 7 working days.

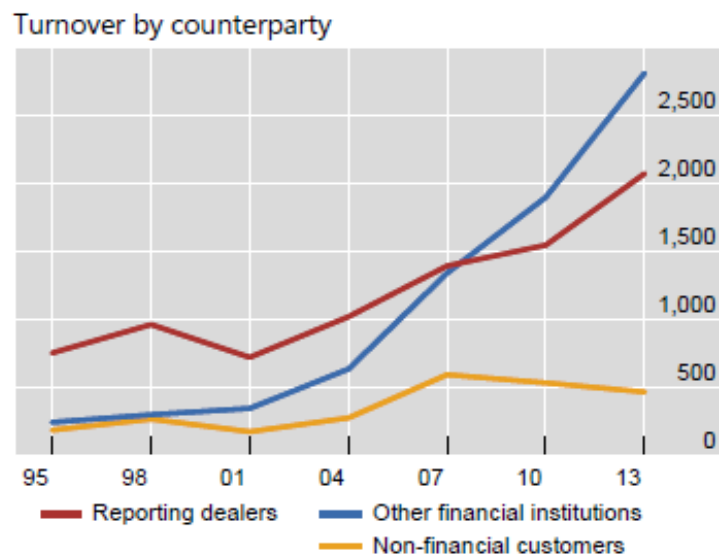
Besides, AMAFI considers that the aforementioned delineation must take into account the situation prevailing in other jurisdictions, specifically in the United States. As a reminder, the CFTC position is to consider as spot (i) these transactions with a settlement delay up to 2 working days, but also (ii) the forex trades that are contingent to another transaction, the settlement delay of which can be greater than 2 days (*bona fide spot transactions*).

(2) What are the main uses for and users of the FX spot market? How does use affect considerations of whether a contract should be considered a financial instrument?

As reminded in the consultation document, and as stated in the document issued in December 2013 by the Bank of International Settlements following its triennial survey, forex transactions address a wide variety of needs. Forex transactions come as a support for payment transactions and for investment strategies (both industrial and financial investments), they can also be used by central banks as a means to propagate their monetary policies.

This variety of uses in this product is well reflected by the diversity in the related market players:

Exhibit n°1: diversity in forex market players



Amongst all these possible uses, and because of the typology of their activities, the recourse to forex spot and forward transactions by AMAFI members is focused on security settlement transactions, both on primary and secondary securities markets (**contingent trades**).

These forex contracts are linked to securities trades (on stocks or bonds), the settlement period of which is often longer than 2 days. For instance, on the secondary market, a French asset manager buying a US dollar-denominated security, that will settle on T+3, is likely to cover its currency position by executing a forex contract with the same execution and value dates as the security trade. To do so, it will, on trade date (T), enter into a EUR/dollar contract to receive dollars on T+3, so as to settle the amount owed for the purchase of the securities.

It is important to note that such instances linked to the securities secondary markets should become less frequent in the future, as major jurisdictions gradually move towards a T+2 settlement cycle: most European markets will shorten their securities settlement cycle to T+2 by beginning of 2015, and the US recently announced their will to do so, even though no planning has been so far announced.

Mechanisms on the primary market are quite similar, but the settlement cycle is often longer, because of the time required to finalise the issuance prospectus, that comes on top of the regular securities settlement cycle. The settlement cycle for most European public and corporate bonds issuances is 5 working days. The same settlement cycle will apply to those forex trades entered into by investors in order to hedge the currency position induced by their security purchase (for instance, a UK investor purchasing a French OAT).

Finally, it should be noted that the processing of corporate actions (cash or security dividend payment, issuance of rights, etc..) may also require FX contingent transactions for the investors with a cycle which should depend upon the corporate action cycle.

Treating these FX contingent transactions as financial instruments, rather than as FX spot contracts, would entail several negative implications. Notably:

- the funds that are not allowed through their prospectus to deal on derivatives would de facto be prevented to enter into such FX contracts. As a consequence, these funds would be limited to investing in securities issued in their monetary zone, or would have to accept hedging their risk unperfectly, for instance by entering into FX trades one or several day(s) after having executed their security trade, in order to keep their FX trades settlement period to 2 days;
- because of the impact on primary and secondary markets (squeezing effect on some investors / increased complexity of entering into FX hedging trades) public and corporate issuers could face an increase in their issuance, and hence funding, costs;
- generally speaking, treating FX contingent trades as outright forward would submit them to financial regulations (MIF, EMIR, MAD.....), adding significant costs with no clear benefits in terms of clients protection or systemic risk control (see question 6).

Further to these security settlement FX trades, AMAFI has been made aware of **other types of contingent trades** for which a specific treatment shall also be applied.

Specifically, the case of cross forex transactions deserves an ad hoc consideration: for liquidity reasons, a dealer executing a spot EUR/CAD transaction in front of a client will cover his exposure by managing, on the one hand, a EUR/USD position and, on the other one, a USD/CAD position. As a consequence, the settlement cycle applied to the EUR/CAD transaction will take into account US public holidays, which could result in a settlement cycle that could exceed 2 working days from a EUR/CAD calendar point of view.

For instance: the 4th of July being a public holiday in the US, a regular EUR/USD spot contract executed on the 3rd of July will settle on the 6th of July (provided the 3rd of July is a Monday, for instance). In the same way, a regular USD/CAD spot contract executed on the 3rd of July will settle on the 6th of July. The issue is that a EUR/CAD transaction executed on the 3rd of July and settling on the 6th of July would be considered as having a 3 days settlement cycle, the 4th of July being a working day both in European and Canadian calendars.

Because of its positioning and of its members' activities, AMAFI is particularly sensitive to the treatment of FX contingent transactions (notably those linked to security settlements), and considers that such FX contingent trades shall in no way be considered as financial instruments.

(3) What settlement period should be used to delineate between spots contracts? Is it better to use one single cut-off period or apply different periods for different currencies? If so, what should those settlement periods be and for which currencies?

AMAFI is supportive of the idea that, in accordance with common market practices, a uniform boundary between spot (means of payment) and forward (financial instruments) trades must be set at 2 working days, provided that the following conditions are fulfilled:

- contingent trades, notably these linked to security settlement, are excluded from the definition of financial instruments (see question 2 and below); and
- a transition period is defined so as to ensure *de jure* exclusion of contingent trades (see question 7) and to give market participants to adapt.

Applying different periods for different currencies does not appear practicable, since it would require defining and managing specific cut-off periods for each currency pair.

This being stated, if the exclusion of contingent trades were to appear impossible to achieve, AMAFI believes that the delineation between spot and forward contracts should then be set at 5 or 7 working days, so as to limit the negative impacts of primary and secondary securities markets.

(4) Do you agree that non-deliverable forwards be considered financial instruments regardless of their settlement period?

Since the settlement of a non-deliverable forward is (i) completely different from that of FX spot transaction and (ii) involves the reference to the valuation of something else, **AMAFI believes that non-deliverable forwards should be considered as financial instruments**, and should be subject to regulations applicable to derivatives instruments.

Besides, with regards to the situation in the US, we understand that the CFTC is willing to propose a rule to start clearing non-deliverable forwards.

(5) What have been the main developments in the FX market since the implementation of MiFID?

AMAFI considers that the main developments if the FX market over the past years have been:

- the tremendous growth in volumes, notably linked to the increased role played by institutional investors (see exhibit 1);
- the dramatic reduction of risks, that fed the volume increase, and that was made possible by the development since 2002 of CLS Bank netting and Payment-Versus-Payment services (see question 6);
- the increased use of electronic trading platforms, that came together with the decrease of margins left to dealers.

(6) What other risks do FX instruments pose and how should this help determine the boundary of a spot contract?

Risks associated with FX contracts are the ones defined by the Basel Committee on Banking Supervision in its “Supervisory guidance for managing risks” issued in February 2013:

- principal risk on settlement, in case of a default of the counterpart ;
- replacement risk ;
- liquidity risk;
- operational risk.

AMAFI believes that these risks (i) are adequately monitored and (i) are not the most relevant axis to determine the delineation between spot contracts and other FX transactions.

AMAFI considers that the risks linked to FX transactions are adequately monitored and managed:

- over the past years, principal risk has been dramatically reduced through use of CLS Bank Payment-Versus-Payment services, which is equivalent to the Delivery-Versus-Payment service provided by Central Security Depositories for securities settlements;
- replacement risk is mitigated by the recourse to collateralization, in the framework of standard Credit Support Annexes;
- globally speaking, risks linked to FX transactions are closely and carefully monitored by supervisors at national, regional, and global levels. This is notably evidenced through the “Supervisory guidance for managing risks associated with the settlement of foreign exchange transactions” issued by the Basel Committee on Banking Supervision in February 2013, that provides updated guidance to supervisors and banks with regards the management of risks linked to FX transactions, and the implementation of which should be reviewed by the BCBS and CPSS in the course of 2015.

Further to this, AMAFI considers that the qualification of outright FX trades with a settlement cycle between 3 and 7 days only has a marginal impact on the prevention of systemic risk, which is the main objective set to the European Market Infrastructure Regulation (EMIR). As a matter of fact, as revealed by the BIS survey (April 2013) and as reminded by the consultation document itself, FX transactions with a settlement between 3 and 7 days weigh only 10% of the cumulated amounts of FX spot and forward transactions (while transactions with a settlement cycle of no more than 2 days weigh 75% of that cumulated amount).

(7) Do you think a transition period is necessary for the implementation of harmonized standards?

As previously stated, AMAFI considers that it is key to move as soon as possible to a unified European regime, based on a 2 days settlement cycle boundary to distinguish between FX spot transactions (that are to be considered as means of payment) and FX forward transactions (that are to be considered as financial instruments), and excluding from the scope contingent FX outright transactions, notably those linked to securities settlement.

This being said, given (i) the heterogeneous interpretations prevailing amongst European regulators, (ii) the need for the Commission to ensure *de jure* exclusion, on a European basis, of FX contingent trades with a settlement cycle above 2 working days and (iii) the time required by most market actors to adapt their IT systems in order to identify such FX contingent transactions, a transition period appears necessary in order to implement harmonised standards.

AMAFI considers that this transition period shall:

- run till the implementation of T2S program, so as to limit the proportion of FX trades linked to security transactions with a settlement cycle over 2 days;
- translate into a temporary boundary set at 5 or 7 working days between spot and forward contracts.

(8) What is the approach to this issue in other jurisdictions outside the EU? Where there are divergent approaches, what problems do these create?

See answer to question 1.

(9) Are there additional implications to those set out above of the delineation of a spot FX contract for these and other applicable legislation?

No additional comments beyond those provided above.

(10) Are there any additional issues in relation to the definition of FX as financial instruments that should be considered?

No additional comments beyond those provided above.



Contact :

Emmanuel de Fournoux – Director of market activities
Email : edefournoux@amafi.fr / Phone : +33 1 53 83 00 78