



Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

La régulation des marchés du CO₂

Rapport de la mission confiée à
Michel PRADA, Inspecteur général des
Finances honoraire

Rapporteurs :

Jean-Jacques Barbéris – Direction Générale du Trésor

Aurélien Tignol – Direction Générale de l'Énergie et du Climat

SOMMAIRE

SOMMAIRE	1
SYNTHESE DES RECOMMANDATIONS	9
INTRODUCTION	13
1 Le marché européen du CO₂ s'est considérablement développé dans le contexte d'une régulation légère, incomplète et hétérogène : un meilleur encadrement est aujourd'hui nécessaire pour faire émerger un signal-prix du carbone robuste à long terme en Europe	21
1.1 Le marché européen du CO ₂ est un dispositif créé par la puissance publique dont l'objectif est de garantir la réduction des émissions à moindre coût : la robustesse du signal prix est à cet égard déterminante et doit être préservée.....	21
1.2 L'organisation relativement libre du marché européen du CO ₂ a favorisé son expansion rapide accompagnée d'un accroissement notable de sa liquidité.....	25
1.3 En dehors de chocs réglementaires, l'évolution des prix du CO ₂ a reflété l'évolution des fondamentaux et sa volatilité est demeurée inférieure à celles observées sur les marchés de l'énergie.....	26
1.4 Le marché européen du CO ₂ entrera, en 2013, dans sa troisième phase dans le contexte d'une contrainte renforcée et de l'émergence d'un marché primaire.....	34
1.4.1 La mise aux enchères des quotas, à partir de 2013, modifiera de manière significative la structure du marché européen du CO ₂	34
1.4.2 De fortes incertitudes pèsent aujourd'hui sur certains déterminants de l'équilibre du marché européen du CO ₂ dans sa troisième phase	37
1.5 Le marché européen du CO ₂ s'est progressivement financiarisé : le carbone pourrait devenir une nouvelle classe d'actif financier	39
1.6 La capacité du marché européen du CO ₂ à faire émerger un signal-prix du carbone robuste à long terme ne semble pas aujourd'hui assurée : les principaux paramètres de l'organisation du marché en phase III devraient être rapidement stabilisés.....	42

2 Le marché du CO₂ est aujourd’hui principalement un marché de produits dérivés ; la structuration actuelle autour de marchés organisés doit être consolidée et le marché de gré à gré mieux encadré 46

2.1 A l’instar des marchés de produits de base, le marché européen du CO₂ est principalement un marché de dérivés, où la part des transactions au comptant est faible 46

2.2 Le marché européen du CO₂ s’est structuré autour de plates-formes de négociation organisées qui concentrent aujourd’hui la majorité des transactions..... 49

2.3 L’existence d’un marché de gré à gré apparaît inévitable : celui-ci devra être mieux encadré, en accord avec les principes définis par le G20 sur les marchés dérivés..... 54

3 L’absence de qualification juridique homogène des quotas de CO₂ en Europe crée une incertitude et entraîne la fragmentation du cadre de régulation applicable : une requalification des quotas en instruments financiers ne semble toutefois pas pertinente 57

3.1 Dans le silence du droit conventionnel et communautaire, le Législateur national a fait le choix d’une qualification juridique protectrice à même d’assurer le développement des échanges 58

3.1.1 Aucun instrument international de droit public ne définit aujourd’hui le quota de CO₂ 58

3.1.2 Il n’existe pas aujourd’hui de statut juridique harmonisé des quotas de CO₂ en Europe : la directive MIF a, cependant, défini le statut d’une partie des dérivés sur quotas, considérés comme des instruments financiers 60

3.1.3 Le traitement comptable des quotas de CO₂ n’est pas harmonisé aux niveaux international et européen 62

3.1.4 Le Législateur national français a fait le choix, unique en Europe, d’une qualification inspirée du droit civil, faisant bénéficier les quotas de CO₂ d’un droit existant et protecteur permettant le développement du marché..... 64

3.2 Au regard des règles de droit existantes, la majorité du marché dérivé entre dans le champ de la régulation financière, laissant le marché au comptant et le marché des contrats commerciaux à terme dans une situation de vide juridique : une requalification des quotas en instruments financiers ne semble cependant pas pertinente pour y remédier	70
3.2.1 Le marché au comptant du CO ₂ et le marché des contrats commerciaux à terme est exempt de toute régulation et surveillance organisée par les autorités publiques.....	70
3.2.2 La requalification des quotas en instruments financiers conduirait à soumettre l'ensemble du marché du CO ₂ au cadre éprouvé de la réglementation financière, mais devrait s'accompagner de nombreuses dérogations et constituerait un réel changement de paradigme pour le marché du CO ₂	71
3.3 Une harmonisation du droit des quotas de CO ₂ est nécessaire pour accompagner le développement de ces marchés, assurer leur stabilité et parer au risque d'arbitrages réglementaires	76
3.3.1 Une harmonisation au niveau communautaire du statut juridique du quota et des règles fiscales qui y sont liées est souhaitable avant l'entrée du marché dans sa troisième phase	76
3.3.2 Il est nécessaire de conduire une action diplomatique résolue en 2010 pour éliminer tout risque de fraude à la TVA sur le CO ₂ en Europe	77
3.3.3 L'élaboration, à court terme, d'une norme comptable internationale est nécessaire : elle pourra sous-tendre un travail d'harmonisation au niveau national, sur la nature juridique des quotas et des crédits	79
4 Si le principe d'un marché ouvert doit être préservé, les participants au marché doivent être mieux encadrés, afin de garantir l'intégrité et l'efficacité du marché, ainsi que la protection des intérêts des assujettis	81
4.1 Le marché du CO ₂ s'est développé dans le cadre d'un accès totalement ouvert qui a favorisé l'implication croissante d'intermédiaires de marché	81

4.1.1	Les acteurs assujettis au marché européen du CO ₂ sont divers et leurs modalités d'intervention sur le marché sont fortement hétérogènes	81
4.1.2	Des acteurs non assujettis interviennent également sur le marché du CO ₂ en tant qu'intermédiaires, ou pour compte propre	83
4.1.3	Le principe d'un accès ouvert du marché doit être maintenu, mais impose d'apprécier les risques qu'il emporte et de mettre en œuvre des solutions adaptées pour les réduire	84
4.2	Une part importante des participants au marché du CO ₂ n'est pas régulée : un encadrement proportionné des acteurs porteurs d'un risque pour les autres participants pourrait être instauré, afin de garantir l'intégrité et l'efficacité du marché	86
4.2.1	Seule une partie des acteurs est soumise à un cadre de régulation encadrant l'exercice de leurs activités.....	86
4.2.2	L'instauration de conditions d'accès au marché primaire à compter de 2013, envisagée par le Législateur européen dans le cadre du règlement européen sur les enchères, constitue un ajustement du principe d'accès totalement ouvert au marché : elle semble à même de garantir l'intégrité des adjudications	90
4.2.3	Sur le marché secondaire, un encadrement des acteurs non régulés apparaît nécessaire : un système d'agrément pour les intermédiaires pourrait être mis en place	91
4.2.4	Un cadre de régulation des plates-formes de négociation sur le marché au comptant devra être mis en place	98
4.3	Le contrôle de l'honorabilité des participants doit être renforcé, notamment pour lutter contre le blanchiment de capitaux.....	102
4.3.1	L'accès au marché secondaire s'est jusqu'ici fondé sur le principe d'une ouverture complète, dont la fraude à la TVA a démontré les risques associés	102
4.3.2	Le renforcement du contrôle des participants passe, en premier lieu, par le registre : les récentes dispositions prises en ce sens pourront être renforcées dès	

2012 par des dispositions nationales et, à moyen terme, par un renforcement du dispositif européen	104
4.3.3 Des règles de contrôle de l'intégrité des participants, s'inspirant de la réglementation financière sur la lutte anti-blanchiment de capitaux, pourraient de plus être imposées dans le cadre de l'agrément régissant les activités d'intermédiation sur le marché au comptant.....	106
5 Une plus grande transparence sur les fondamentaux du marché et une stabilité réglementaire accrue sont nécessaires pour assurer la robustesse du signal-prix et la confiance des acteurs envers le marché	107
5.1 Les pouvoirs publics doivent réduire l'incertitude réglementaire pesant sur le marché du CO ₂ par une transparence accrue et une clarification des règles relatives à l'offre de quotas.....	107
5.2 L'action des pouvoirs publics doit s'inscrire dans une logique de protection de la stabilité du marché du CO ₂	110
5.3 Le marché du CO ₂ gagnerait à une transparence accrue sur la demande de quotas, par une publication plus fréquente de données agrégées d'émissions des plus grandes installations	113
6 Un cadre de prévention et de sanction des abus de marché, adapté aux spécificités du marché du CO₂, doit être mis en place pour limiter les risques de manipulation de cours et de manquements d'initiés	118
6.1 Le risque de manipulations sur le marché du CO ₂ , ne s'est apparemment pas aujourd'hui matérialisé, mais n'en est pas moins réel.....	119
6.1.1 Même si le risque d'un squeeze massif apparaît modéré, le marché du CO ₂ pourrait être exposé à des stratégies de manipulation.....	119
6.1.2 L'apparition de nouveaux investisseurs sur le marché du CO ₂ , pourrait, à l'avenir, contribuer à accroître le risque de manipulations	122
6.1.3 La création d'un marché primaire en phase III emportera des risques propres, qui pourront être atténués par les modalités d'organisation des adjudications.....	124

6.2 Le risque le plus manifeste d'utilisation d'informations privilégiées, notion dont la définition est délicate sur le marché du CO ₂ , porte sur les informations de nature réglementaire	127
6.2.1 L'interdiction de l'utilisation d'informations privilégiées a été développée dans le cadre des marchés de titres financiers.....	127
6.2.2 Sur les marchés de produits de base, la notion d'information privilégiée trouve des limites liées au respect de la confidentialité de certaines décisions de production.....	128
6.2.3 La volonté de réguler de manière plus contraignante l'utilisation d'informations sensibles sur les marchés européens du gaz et de l'électricité trouve son fondement dans l'existence sur ces marchés de fortes asymétries d'information liées à leur concentration	130
6.2.4 Sur le marché du CO ₂ , le risque principal s'attache aux informations réglementaires et aux données consolidées d'émissions qu'il convient de considérer comme de réelles informations privilégiées : seul un nombre limité d'informations sur l'activité des acteurs peuvent quant à elles être qualifiées de sensibles.....	132
6.3 La prévention des abus de marché devra s'appuyer sur un cadre portant sur l'ensemble du marché du CO ₂	135
6.4 Le cadre de régulation des abus de marché pourrait prévoir la possibilité d'instaurer des limites de position ou d'emprise	139
7 Une architecture de supervision intégrée du marché européen du CO₂ devrait être rapidement mise en place	143
7.1 En l'état actuel du droit positif européen et national, aucune autorité n'a compétence sur l'ensemble du marché européen et le marché au comptant ne fait l'objet d'aucunes règles de supervision communes.....	144
7.2 Le marché européen du CO ₂ devrait faire l'objet d'une surveillance intégrée, organisée autour d'un registre central des transactions	146

7.2.1	La surveillance des adjudications et la supervision des échanges sur le marché secondaire devraient être coordonnées	146
7.2.2	La supervision du marché au comptant et du marché dérivé devrait être confiée à la même autorité.....	148
7.2.3	Quelque soit le choix institutionnel retenu, les autorités de surveillance devront pouvoir s'appuyer sur un dispositif de collecte des données sur les transactions réalisées	149
7.3	La supervision du marché européen du CO ₂ devrait tirer parti des avantages comparatifs des autorités existantes : une coopération entre régulateur financier et régulateur énergétique devra être, dans tous les cas, mise en place.....	151
7.3.1	La création d'une autorité ad hoc de supervision communautaire du marché européen du CO ₂ apparaît intellectuellement attractive mais difficilement praticable d'ici à 2013	152
7.3.2	La supervision du marché européen du CO ₂ devrait tirer parti des avantages comparatifs des autorités de régulation existantes sur les marchés financiers et les marchés de l'énergie	153
7.4	Une architecture de surveillance décentralisée, fondée sur le réseau des régulateurs financiers et énergie nationaux et appuyée par un organe communautaire de coordination devrait être mise en place avant 2013.....	157
7.5	A titre conservatoire en droit national, et dès 2010, l'Autorité des Marchés Financiers devrait se voir confier la supervision du marché au comptant et une coordination avec la Commission de Régulation de l'Energie devrait être instituée ..	159
	CONCLUSION.....	161
	ANNEXES.....	163
	Annexe I – Lettre de mission du Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi	164
	Annexe II – Liste des membres de la commission	166
	ANNEXE III – Liste des personnalités auditionnées par la commission et rencontrées par le Président et les rapporteurs.....	169

ANNEXE IV - Le marché européen du CO₂ – principes de fonctionnement.....	173
ANNEXE V - Analyse de l'évolution de la liquidité sur le marché européen du CO₂.....	181
ANNEXE VI - Les projets de loi américains sur la régulation du marché fédéral du CO₂	185
ANNEXE VII – Les diverses qualifications juridiques des quotas de CO₂ en Europe et dans le monde.....	189
ANNEXE VIII - Implications juridiques et réglementaires de la qualification des quotas d'émissions de gaz à effet de serre en titres financiers en droit français.....	210

SYNTHESE DES RECOMMANDATIONS

Promouvoir une organisation stabilisée du marché européen du CO₂ avant 2013, en harmonisant le cadre juridique, comptable et fiscal

Recommandation n°1 : stabiliser, en assurant une réelle transparence du processus de décision communautaire, les principaux paramètres d'organisation du marché en phase III avant 2012, et en particulier le niveau de contrainte général concernant les réductions d'émissions de gaz à effet de serre de l'Union européenne à l'horizon de 2020, les modalités de recours aux crédits internationaux, les modalités d'application des référentiels, ainsi que l'objet, les volumes et le calendrier des enchères.

Recommandation n°2 : appliquer au marché dérivé des quotas et crédits de CO₂ les mesures qui seront mises en place au niveau européen dans le cadre de la directive prévue mi-2010 sur les produits dérivés, suite à la communication de la Commission du 20 octobre 2009.

Recommandation n°3 : exclure une qualification des quotas en instruments financiers et prévoir une régulation du marché européen du CO₂ fondée sur un cadre adapté à ses spécificités.

Recommandation n°4 : demander à la Commission européenne de proposer une harmonisation du statut juridique des quotas de CO₂ et des crédits internationaux, en Europe, d'ici l'entrée du marché européen du CO₂ dans sa troisième phase, en inscrivant ces travaux dans le cadre d'une réflexion plus large sur le traitement juridique des instruments d'action publique dans le domaine environnemental.

Recommandation n°5 : au niveau européen, promouvoir une adoption rapide du régime d'autoliquidation sur les échanges de quotas de CO₂, par l'ensemble des États-membres, au cours de l'année 2010. Au niveau français, transposer, dès que possible, dans l'ordre juridique national, les dispositions permettant d'opter pour un régime d'autoliquidation de TVA pour les opérations sur quotas.

Recommandation n°6 : au niveau français, dans la perspective de contribuer aux travaux internationaux en cours, demander à l'Autorité des Normes Comptables de définir le traitement comptable, dans les comptes sociaux, des opérations sur dérivés de quotas et sur les crédits issus des mécanismes de flexibilité du Protocole de Kyoto et de débiter les réflexions sur l'évolution du traitement comptable des quotas dans le cadre d'une allocation à titre onéreux. Veiller à une publication par l'IASB d'une norme comptable applicable à l'ensemble des quotas et crédits d'émissions avant l'entrée du marché européen dans sa troisième phase en 2013.

Mieux encadrer les participants au marché du CO₂

Recommandation n°7 : *instaurer, au niveau communautaire, un dispositif d'agrément pour la participation au marché primaire et secondaire du CO₂, proportionné aux risques et adapté à la nature des activités des acteurs du marché.*

Recommandation n°8 : *mettre en place un groupe de travail réunissant les administrations concernées, la Banque de France, l'ACP, l'AMF et la CRE avec pour mission de préciser les modalités et les conditions de délivrance de l'agrément.*

Recommandation n°9 : *introduire, dans les registres de quotas d'émissions de gaz à effet de serre, une distinction entre compte propre et compte de tiers, dans le cadre de la révision du règlement sur les registres attendue en 2011.*

Recommandation n°10 : *soumettre les plates-formes de négociation au comptant à un ensemble de règles a minima similaires à celles définies pour les Systèmes Multilatéraux de Négociation sur les marchés dérivés. Prendre cette initiative dès 2010 au niveau national, sans attendre une éventuelle mesure communautaire.*

Recommandation n°11 : *au niveau national, mettre en place, au premier semestre 2010, un groupe de travail réunissant le teneur du registre, Tracfin, l'AMF, et les administrations concernées, pour l'élaboration d'un dispositif national visant à appliquer et renforcer dès 2010 les dispositions de contrôle de l'accès au registre national, énoncées par le nouveau règlement européen sur les registres.*

Recommandation n°12 : *proposer à la Commission européenne d'intégrer, dans le prochain règlement sur les registres nationaux, des dispositions visant à assurer l'homogénéité des contrôles anti-blanchiment par les 27 teneurs de registres nationaux.*

Améliorer la transparence sur les fondamentaux du marché

Recommandation n°13 : *promouvoir, au niveau européen, la création d'un système unique de consolidation et de publication des données portant sur l'offre de quotas.*

Recommandation n°14 : *promouvoir, au niveau européen, des règles de transparence sur la gestion de la Réserve Nouveaux Entrants par les États membres, via une publication selon la même fréquence que celle demandée aux assujettis, ainsi qu'une publication des transactions des Etats sur quotas et sur crédits*

<p><i>de projet.</i></p> <p><i>Prévoir également au niveau européen une publication consolidée par les Etats, en fin de période, du volume de quotas et de crédits reportés vers la troisième phase du marché par les acteurs détenant un compte dans le registre national.</i></p>
<p><i>Recommandation n°15 : promouvoir l'adoption de dispositions permettant de sanctionner les pouvoirs publics, en cas de manquement au respect des règles encadrant le fonctionnement du marché.</i></p>
<p><i>Recommandation n°16 : améliorer les conditions d'information du marché au niveau européen par une publication plus fréquente des données d'émission par les grandes installations émettrices, définie par des seuils, sous un format agrégé à un échelon national tous secteurs confondus et/ou à l'échelle de secteurs pour l'ensemble de l'Union européenne, selon des règles allégées de vérification et en respectant les principes de confidentialité, de respect de la concurrence et d'optimisation du rapport coût/efficacité.</i></p>
<p>Mettre en place un cadre adapté de prévention et de répression des abus de marché</p>
<p><i>Recommandation n°17 : promouvoir l'élaboration d'un cadre européen de prévention et de sanction effective des abus de marché adapté au marché du CO₂, régissant l'utilisation d'informations sensibles et d'informations privilégiées, et couvrant l'ensemble des produits échangés, et des modalités de négociation.</i></p>
<p><i>Recommandation n°18: prévoir des mécanismes de sanction des manipulations de marché commises par des autorités publiques.</i></p>
<p><i>Recommandation n°19 : définir comme informations privilégiées, sur le marché européen du CO₂, les informations portant sur les paramètres de l'offre de quotas et les données agrégées d'émissions.</i></p>
<p><i>Recommandation n°20 : définir et énumérer ex ante comme informations sensibles, sur le marché européen du CO₂, les informations portant sur les activités propres des acteurs assujettis susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix du marché.</i></p> <p><i>Donner la possibilité aux autorités de régulation du marché du CO₂ d'étendre la liste des informations sensibles, en tant que de besoin.</i></p>
<p><i>Recommandation n°21: afin de protéger le marché contre d'éventuelles manipulations de marché, donner la possibilité au(x) Régulateur(s) d'instaurer des limites de position, s'il(s) l'estime(nt) nécessaire.</i></p>

Mettre en place une architecture de surveillance européenne du marché du CO₂

Recommandation n°22 : *continuer à soutenir la mise en place d'une plate-forme d'enchères unique en Europe, à même de promouvoir l'efficacité et de faciliter la supervision du marché primaire. Plaider pour la mise en place d'une surveillance centralisée des adjudications, confiée à une autorité dotée de réels pouvoirs d'injonction et de sanction envers les autorités adjudicatrices.*

Recommandation n°23 : *mettre en place un système de reporting centralisé sur l'ensemble des transactions sur le marché du CO₂ et assurer la mise à disposition de ces informations aux autorités de régulation identifiées.*

Recommandation n°24 : *envisager, en s'appuyant sur le système de reporting institué, la mise à disposition aux acteurs de marché des données consolidées relatives aux prix et aux volumes de transactions sur le marché européen du CO₂.*

Recommandation n°25 : *étudier la faisabilité d'une « Autorité européenne du Marché du Carbone » avec la Commission européenne et nos principaux partenaires européens.*

Recommandation n°26 : *mettre en place, avant 2013, une architecture de surveillance harmonisée du marché européen du CO₂ assise sur trois piliers : i/ donner compétence aux régulateurs financiers sur l'ensemble du marché du CO₂ dans tous les États membres et élargir le champ des compétences des régulateurs de l'énergie à l'analyse des fondamentaux et des interactions entre marché du CO₂ et marchés de l'énergie ; ii/ organiser la coopération des régulateurs financiers et des régulateurs de l'énergie ; iii/ donner compétence à l'Autorité Européenne des Marchés Financiers pour superviser l'ensemble du dispositif, en lien avec l'Autorité de Coopération des Régulateurs de l'Énergie. Veiller à la cohérence de ce dispositif avec l'architecture de surveillance qui sera proposée sur les marchés du gaz et de l'électricité.*

Recommandation n°27 : *donner, dès 2010, compétence à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sur le marché au comptant du CO₂ en France, organiser la coopération avec la Commission de Régulation de l'Énergie (CRE) et élargir le champ de compétence de la CRE à l'analyse des interactions entre marchés de l'énergie et marché du CO₂.*

Favoriser la coordination internationale sur la régulation des marchés du CO₂

Recommandation n°28 : *porter le débat sur la régulation des marchés du CO₂ au niveau international dans le cadre du G20 d'ici à 2012, en s'appuyant notamment sur les travaux de l'OICV, de la Banque Mondiale, et de l'ICAP.*

INTRODUCTION

Un demi-siècle après les travaux économiques fondateurs de Ronald Coase sur les externalités dans *The Problem of social cost* en 1960, le marché européen du CO₂ est devenu l'exemple le plus abouti de marché d'instruments environnementaux dans le monde. Si les États-Unis ont été précurseurs en instaurant pour la première fois un marché de permis sur le SO₂ dans le cadre du *Clean Air Act* de 1990, le marché européen du CO₂ s'est imposé depuis 2005 comme une incontestable référence.

Pourtant, le marché européen du CO₂ a connu dans les trois dernières années une succession de chocs.

En avril 2006, il a connu une vertigineuse chute des prix, suite à la révélation d'une demande des entreprises assujetties au système européen d'échanges structurellement inférieure à l'offre de quotas, et en raison de l'impossibilité de thésauriser les quotas de la phase I (2005-2007) pour les utiliser lors de la phase II (2008-2012).

En 2009, il a été le véhicule d'une fraude massive à la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) en Europe, nécessitant l'adaptation en urgence du régime fiscal applicable aux quotas dans plusieurs États membres, puis à l'échelon communautaire.

En février 2010, les registres nationaux de quotas européens ont été l'objet d'une tentative de piratage informatique qui a nécessité l'intervention d'un tiers, en la personne du teneur de registre international - le Secrétariat de la Convention Cadre des Nations Unies sur les Changements Climatiques.

En mars 2010, la confiance du marché a été ébranlée par l'apparition sur le marché européen de crédits internationaux qui avaient déjà été restitués par des entreprises et étaient *de facto* inutilisables par les acteurs assujettis, suite à la décision du gouvernement hongrois de mettre en vente des crédits déjà restitués par des entreprises de ce pays.

Ces chocs ne sont ni de même nature, ni de même ampleur.

Le premier a tenu aux règles de fonctionnement du marché définies lors de la première phase (2005-2007) du système européen d'échanges de quotas et à un déficit d'information sur les fondamentaux du marché.

Les deux suivants relèvent de la criminalité organisée et ne sont d'ailleurs pas propres au marché du CO₂. Ils ont auparavant eu lieu sur d'autres marchés, relèvent pour l'un du piratage informatique le plus commun, et pour l'autre d'une fraude fiscale communément observable sur les nouveaux produits commercialisés.

Le quatrième s'apparente à l'exploitation d'une faille dans l'organisation et le fonctionnement du système d'échange de quotas par une autorité publique émettrice, pourtant garante de l'intégrité du marché européen.

Pourtant, le caractère rapproché dans le temps de ces à-coups et leur récurrence posent question : ils nourrissent une suspicion tenace à l'égard de la fiabilité du marché européen du CO₂. Ils contribuent à faire renaître l'opposition manifestée, dès le départ, par certains commentateurs et analystes, au recours au marché pour contribuer à assurer la sauvegarde d'un bien public mondial : le climat.

Face à ces évènements, la jeunesse est un argument qui n'aura qu'un temps. Même si les acteurs s'accordent sur le fait que le marché fonctionne de manière efficace, de nouveaux chocs ou abus sur le marché du CO₂, qui contribueraient à l'éloigner de son objectif environnemental premier (fraude, blanchiment de capitaux ou manipulations de marché), pourraient être, dans le contexte d'une suspicion généralisée à l'égard des marchés, née de la crise financière, de nature à remettre en cause l'instrument lui-même.

Dans ce contexte, un enjeu fondamental pour les pouvoirs publics est de se doter aujourd'hui des capacités de mieux encadrer et surveiller le marché européen du CO₂ et de définir des règles et des modalités d'intervention pour tenter d'éviter de nouveaux chocs significatifs.

De nouvelles mesures de régulation du marché européen du CO₂ permettraient également de redonner confiance aux acteurs économiques et aux citoyens dans ce qui est aujourd'hui le seul instrument économique de réduction des émissions de gaz à effet de serre mis en place à l'échelle européenne.

Instrument économique de lutte contre le changement climatique, le marché européen du carbone n'est pas un marché comme les autres.

Le marché européen du carbone est aujourd'hui le seul outil économique mis en place par l'Union européenne afin de remplir ses engagements internationaux d'atténuation des émissions de gaz à effet de serre à l'horizon 2020, formellement déposés auprès du Secrétariat de la Convention Cadre des Nations Unies sur les Changements Climatiques au cours du mois de janvier 2010.

D'autres instruments de lutte contre le changement climatique seront, sans doute, mis en place au niveau national ou européen, tels, par exemple, un système de taxation. Pour autant, le marché européen du CO₂ est aujourd'hui le seul outil qui garantit un niveau certain de réduction optimisée des émissions de gaz à effet de serre sur un périmètre européen couvrant les 27 États-membres. Assurer son bon fonctionnement est donc un enjeu crucial pour la crédibilité des engagements climatiques européens.

Après cinq ans de fonctionnement, question est posée de la capacité du marché européen du CO₂ à remplir sa mission : assurer une réduction des émissions de gaz à effet de serre à l'échelle européenne en faisant émerger un signal-prix du carbone d'un niveau suffisant et suffisamment robuste pour orienter les comportements des acteurs économiques.

Le marché européen du CO₂ est spécifique à raison des objets échangés. Force est de constater que les permis d'émission ne semblent relever d'aucune catégorie connue d'instruments faisant l'objet de contrats sur les marchés traditionnels. Le permis, ou le « quota » de CO₂, semble ainsi emprunter à des catégories diverses : autorisation administrative, produit de base, voire instrument financier. Lors de l'établissement du marché en 2003, le débat de doctrine a ainsi été intense en France et à l'étranger pour simplement déterminer ce qu'était un quota, et quelles règles devraient en découler pour l'organisation du marché. En creux, c'est la question de la nature même du marché qui était posée. Ce débat, européen par nature, n'a pas, aujourd'hui, trouvé réponse définitive. Il est d'ailleurs probable qu'il se posera dans des termes proches avec le recours accru à des autorisations administratives échangeables dans le domaine de la gestion des ressources

naturelles, dont les quotas de CO₂ sont aujourd'hui l'exemple principal, mais qui pourraient connaître d'autres avatars à l'avenir.

Le marché européen du CO₂ est également spécifique à raison de ses acteurs : aux côtés d'intervenants traditionnels et rompus aux pratiques de marché, coexistent de petits acteurs industriels, petites et moyennes entreprises qui ne sont pas toujours familières avec le fonctionnement d'outils de marché. Le rôle des autorités est également de veiller à protéger ces acteurs, entrés dans le jeu du marché par la seule volonté de la puissance publique.

Surtout, le marché européen du carbone est un objet hybride, dans les faits écartelé entre les termes de la double logique qui a présidé à sa création.

Ce marché répond, en premier lieu, à la volonté de la puissance publique de réduire les émissions de gaz à effet de serre de certains secteurs économiques européens : il est un outil de contingentement administratif des émissions, en raison des externalités qui leur sont associées. Contrairement à la logique qui préside habituellement au fonctionnement des marchés, il n'y a pas de flexibilité de l'offre de quotas : la consommation totale de quotas est strictement plafonnée. C'est ce que les anglo-saxons définissent comme le « *cap* ». Ensuite, ce marché est un instrument d'optimisation : la possibilité d'échanger les quotas de CO₂ entre les agents économiques est conçue pour limiter le coût social de la réduction des émissions. Cette deuxième caractéristique est intrinsèque au marché proprement dit : ce que les anglo-saxons définissent comme le « *trade* ».

La possibilité d'échange des quotas, et le marché qui en est issu, ne sont donc qu'une modalité, justifiée par la théorie économique, d'une politique européenne de réduction des émissions. Il aurait été possible de concevoir une politique européenne de limitation quantitative des émissions sans échanges, mais son coût social aurait été plus élevé. Le libre échange des quotas est ainsi au service de l'objectif de réduction des émissions, et non l'inverse.

Face à ce qu'il convient d'appeler un « marché réglementaire », l'enjeu de la régulation est double : la régulation environnementale du système de plafonnement des émissions est étroitement associée à la régulation des échanges.

La notion de régulation du marché européen du CO₂ renvoie, de par la spécificité de l'instrument, à deux objectifs principaux.

Le premier est d'assurer le respect des règles présidant à la finalité environnementale du marché, et notamment au bon enchaînement de ses mécanismes fondamentaux : l'allocation annuelle des quotas aux entreprises assujetties, la vérification des émissions constatées, la restitution des quotas correspondants et l'éventuel prononcé de sanctions pour assurer que les installations soumises au système se sont conformées à ces règles. Le terme de régulation semble renvoyer ici à son étymologie physique première venue des sciences automatiques et industrielles : assurer le bon déroulement de l'ensemble des processus techniques concourant au fonctionnement d'un appareil complexe. Il s'agit d'une régulation que l'on pourrait qualifier d'environnementale, et qui correspond, dans la typologie anglo-saxonne, à la composante « *cap* » de ce marché.

Le second est de maintenir le bon fonctionnement du système de négociation, renvoyant cette fois à une définition plus économique de la régulation. Dans la typologie anglo-saxonne, ce second objectif aurait davantage trait au « *trade* » : assurer que le libre échange des quotas de CO₂ s'opère dans des conditions satisfaisantes d'efficience et d'intégrité, à

même de faire émerger un signal-prix du carbone robuste, et susceptible d'orienter les comportements des investisseurs, afin de favoriser le développement d'une économie sobre en carbone.

Le Législateur européen a, dès l'origine, adopté une posture particulière, focalisant de manière très manifeste son attention et ses efforts sur le premier objectif. Il s'est ainsi attaché à poser des fondements réglementaires et administratifs pour permettre au marché de fonctionner en une première phase expérimentale entre 2005 et 2007, avant une montée en puissance progressive à compter de 2008. Il a parallèlement adopté une démarche de « laisser-faire » sur le second objectif afin de favoriser le développement spontané et rapide des échanges.

Le marché s'est ainsi librement développé, sans définition juridique des quotas et sans *corpus* complet de règles publiques d'encadrement des participants, de définition des abus potentiels et de sanction. De manière très symbolique, l'article 19 de la directive 2003/87/CE du 13 octobre 2003 dispose ainsi : « *Toute personne peut détenir des quotas* ». Dès le départ, choix a ainsi été fait de ne pas limiter ce marché aux seuls professionnels, les entreprises réglementairement assujetties au système, pour, au contraire, l'ouvrir aux intermédiaires financiers et aux autres intervenants de marché, afin d'en favoriser la liquidité et l'efficacité.

Cette approche de régulation légère des échanges du marché du CO₂ en Europe contraste crûment avec la démarche aujourd'hui envisagée aux États-Unis, où il est manifeste qu'un marché fédéral du carbone ne pourra être mis en place que dans de très strictes conditions d'encadrement et de surveillance des échanges. L'approche européenne d'origine semble, quant à elle, appelée aujourd'hui à évoluer face aux développements du marché, et à l'ambition affichée par l'Union européenne d'établir un marché du carbone à l'échelle de l'OCDE d'ici à 2015.

Parce qu'elle a créé ce marché, la puissance publique doit en effet être particulièrement attentive à sa régulation.

La progressive financiarisation du marché européen du CO₂ éclaire l'enjeu de régulation d'un jour nouveau.

Le marché européen du CO₂ demeure un marché de petite taille : la valeur annuelle des échanges, de l'ordre de 100Mds\$, représente moins d'une journée d'échanges sur le marché du pétrole. Il a cependant vu ses échanges multipliés par 20 en cinq ans : son développement est exponentiel. Cette croissance extrêmement rapide, pour une valeur notionnelle des échanges encore modeste, emporte trois conséquences. Le marché du CO₂ a aujourd'hui atteint une maturité et une masse critique qui justifient qu'on s'interroge sur le cadre de régulation léger mis en œuvre au départ. Le marché du CO₂ est encore jeune : il est donc encore temps de s'attacher à limiter des dérives potentielles futures, déjà observées sur d'autres marchés. Le marché du CO₂ doit continuer à croître : la bonne liquidité du marché est un élément constitutif de son efficacité et il importe donc d'envisager des mesures d'encadrement proportionnées, propres à accompagner son développement, non à le brider.

Le marché européen du CO₂ connaît, à l'instar d'autres marchés de produits de base, une financiarisation progressive. L'essentiel des échanges sur le CO₂, en Europe, porte aujourd'hui sur des produits dérivés, dont le sous-jacent est constitué des quotas

d'émissions alloués aux entreprises assujetties. Les acteurs financiers représentent, de plus, une part très significative des échanges réalisés sur ces produits.

Cette évolution du marché n'est pas critiquable en soi. Le recours à des produits dérivés sur quotas correspond aux besoins réels de couverture de certains acteurs face au risque financier induit par les variations du prix des quotas, le CO₂ étant devenu un « intrant » parmi d'autres du processus de production des secteurs assujettis. Par ailleurs, le développement de la finance carbone en général constitue un enjeu structurant à long terme. Si l'Accord de Copenhague a principalement mis l'accent sur des mesures de financement public de la lutte contre le changement climatique, l'orientation de stocks d'épargne privée vers des investissements sobres en carbone constitue néanmoins un des défis de la transformation des économies face au risque climatique. Elle pourrait supposer un accès des investisseurs, professionnels ou particuliers, à des produits financiers liés au prix du CO₂.

Pour autant, le développement de produits financiers structurés sur le carbone, ou la perspective d'intervention de nouveaux investisseurs, pourraient sensiblement bouleverser le jeu normal du marché et tendre à modifier le cadre de réflexion sur la régulation du marché du CO₂.

La régulation du marché européen du CO₂ doit s'inscrire dans un cadre de réflexion plus large et dans une perspective internationale.

Le marché européen du CO₂ doit s'appréhender dans ses interactions avec d'autres marchés. De fait, le prix de la tonne de CO₂ est, notamment, déterminé en référence aux prix d'autres actifs : en amont, il est partiellement corrélé aux prix relatifs des énergies fossiles, pétrole, gaz et charbon. En aval, il constitue l'un des déterminants des prix de l'électricité en Europe. L'objet « quota » est, par conséquent, traité par nombre d'acteurs de ce marché au même titre que les autres intrants du processus de production. De plus, de par son fonctionnement, sa structure et ses acteurs, le marché du CO₂ est un proche parent des marchés de produits de base énergétiques. Dès lors, il convient de s'intéresser au cadre de régulation envisageable pour le marché européen du CO₂ à l'aune des réflexions engagées sur ces différents marchés, en particulier les plus abouties qui concernent les marchés du gaz et de l'électricité.

Marché très spécifique qui appelle des réponses propres, le marché européen du CO₂ doit néanmoins s'intégrer à un cadre de réflexion plus global, chantier largement ouvert en Europe et à l'échelon international depuis la crise financière. Les questions qui se posent sur la régulation du marché du CO₂ sont, peu ou prou, les mêmes que pour d'autres marchés de produits de base. De manière éclairante, le récent rapport de Jean-Marie Chevalier sur le pétrole a appelé l'attention sur la nécessité de concevoir des approches de régulation en capacité d'embrasser l'ensemble des « *commodités financiarisées* », en raison de « *l'évolution de ces marchés, initialement de couverture, entre professionnels vers des marchés d'investissement (ou de « spéculation ») de plus en plus ouverts à des investisseurs particuliers et de surcroît exposés à des mouvements corrélés voire similaires à ceux observés sur les marchés actions* »¹. Il est patent qu'en raison de leur financiarisation progressive, certains marchés de produits de base, appellent des réponses communes, en particulier au niveau européen, notamment pour éviter la répétition de conflits de compétences entre

¹ CHEVALIER (Jean-Marie), *Rapport du groupe de travail sur la volatilité des prix du pétrole*, MEIE, Paris, février 2010, 143p.

autorités de régulation financière et autorités sectorielles. A cet égard, le caractère fondamentalement européen du marché du CO₂, au regard de marchés mondiaux, comme le pétrole, ou régionaux, comme les produits agricoles, constitue une opportunité pour le Législateur européen.

Enfin, passé l'Accord de Copenhague, la réflexion sur le marché européen du CO₂ ne saurait faire l'économie d'une mise en perspective internationale. Tout d'abord, le marché européen est aujourd'hui le principal déterminant de la demande de crédits internationaux issus des mécanismes de flexibilité du Protocole de Kyoto – Mécanisme de développement propre et Mise en œuvre conjointe et devrait en demeurer un des principaux, le paquet climat énergie ayant expressément prévu le recours à l'achat de ce type de crédits dans la troisième phase (2013-2020) du système européen d'échange de quotas. Un marché des crédits internationaux s'est ainsi structuré pour constituer une composante à part entière du marché européen du CO₂ appelant également l'attention du Législateur et du régulateur. Si l'incertitude la plus grande pèse aujourd'hui sur la pérennité de ces dispositifs internationaux dans l'avenir, de très nombreux pays se sont récemment engagés dans la constitution de marchés nationaux ou régionaux du CO₂ (États-Unis, Canada, Australie, Nouvelle-Zélande, Japon, Corée du Sud, Mexique). A terme, se posera donc la question de l'interconnexion de ces marchés et de la compatibilité des règles encadrant le fonctionnement de ces différents systèmes². L'enjeu de régulation des marchés du CO₂ se posera alors à une échelle internationale : en structurant aujourd'hui un dialogue avec nos partenaires internationaux, il paraît possible d'éviter que les modèles de régulation envisagés ne divergent trop fortement dans l'avenir.

2010 s'annonce comme une année charnière pour le marché européen du CO₂ ; le Gouvernement a, par conséquent, confié à une commission *ad hoc* une mission de réflexion sur la régulation de ce marché.

La Commission européenne nouvellement installée a inscrit l'enjeu de régulation du marché européen du CO₂ à son programme de travail. L'objectif est, en effet, d'aboutir à un texte législatif d'ici au basculement du marché dans sa troisième phase à compter de 2013.

La Commission européenne n'a cependant pas, pour l'heure, défini dans quelle filière elle traiterait du sujet. Dans le cadre du paquet climat énergie, l'article 12-1-a de la directive 2009/29/CE du 23 avril 2009, enjoint la Commission européenne d'élaborer des propositions en matière d'encadrement des pratiques d'abus de marché sur le marché européen du CO₂ avant le 31 décembre 2010³. Parallèlement, la révision des directives 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers et 2003/6/CE du 28 janvier 2003 en matière d'abus de marché est engagée. Elle devrait aboutir au second semestre 2010 ou, à

² Comme le souligne le rapport de Mark Lazarowicz, représentant spécial du Premier Ministre britannique pour les marchés du CO₂, « *Global carbon trading, a framework for reducing emissions* », l'interconnexion de différents *cap-and-trade* suppose une harmonisation des règles sur les modalités de mesure, de publication et de vérification des données d'émission, sur les règles d'utilisation des crédits internationaux, sur les règles de thésaurisation et d'emprunt des quotas entre les différentes périodes ou années, ainsi que sur les éventuelles modalités d'encadrement du prix.

³ « *La Commission examine, avant le 31 décembre 2010, si le marché des quotas d'émissions est suffisamment à l'abri des opérations d'initiés ou des manipulations de marché et présente, si besoin est, des propositions afin de garantir que tel est le cas. Les dispositions pertinentes de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) peuvent être utilisées, en procédant aux éventuelles adaptations nécessaires pour les appliquer au commerce des produits de base* ».

défaut, en début d'année 2011. Enfin, les services de la Commission en charge des marchés du gaz et de l'électricité ont annoncé une proposition législative sur les enjeux de régulation de ces secteurs à compter du troisième semestre 2010.

Cette interrogation de la Commission européenne en ce début d'année 2010 reflète une question fondamentale : faut-il rapprocher le marché européen du CO₂ du cadre de régulation régissant les marchés financiers, de celui des marchés de l'énergie, ou promouvoir un dispositif *ad hoc* ?

Dans ce contexte, le Gouvernement français a constitué, le 4 janvier 2010, une mission de réflexion, avec pour objectif de lui permettre de proposer rapidement à la Commission européenne, nouvellement installée, des modalités opérationnelles de régulation des marchés de CO₂⁴.

En exergue, il convient de poser quelques définitions.

Par « marché européen du CO₂ », on entendra dans le cadre de ces travaux, l'ensemble des transactions portant sur des quotas européens de CO₂, ainsi que l'ensemble des transactions portant sur des crédits internationaux, hors les émissions primaires de crédits internationaux et les crédits souverains⁵, déjà émis et dont une des parties à la transaction est européenne, ou échangés dans le cadre d'un marché organisé sis sur le territoire d'un Etat membre.

Par « marché primaire », on entendra les opérations réalisées dans le cadre des adjudications de quotas européens de CO₂ en phase II et III du marché – à l'exclusion donc des émissions primaires de crédits internationaux.

Par « marché secondaire », on entendra les échanges portant sur des quotas européens et/ou des crédits internationaux déjà émis, et/ou sur les instruments dérivés et/ou contrats commerciaux à terme, dont les quotas européens ou les crédits internationaux déjà émis constituent le sous-jacent.

La mission s'est attachée le concours d'une commission d'experts d'une cinquantaine de membres, rassemblant des représentants des associations professionnelles, des entreprises assujetties au marché européen des quotas d'émission, des acteurs financiers de la place de Paris, des autorités de régulation concernées (Autorités des Marchés Financiers et Commission de Régulation de l'Energie) des membres des administrations et de la société civile⁶. La commission a également été aidée dans sa tâche par l'audition de personnalités qualifiées, notamment des représentants des trois directions générales concernées de la Commission européenne⁷. La commission a ainsi tenu sept réunions de travail au Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi entre février et avril 2010. Parallèlement aux travaux de la commission, le Président et les rapporteurs ont mené une série d'auditions techniques, et réalisé trois missions d'études à l'étranger aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. Le présent rapport fait la synthèse des analyses et recommandations produites à l'issue de ces travaux.

⁴ ANNEXE I – Lettre de mission du Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi.

⁵ Unité de Quantité Attribuée – ANNEXE IV – Le marché européen du CO₂ - principes de fonctionnement.

⁶ ANNEXE II – Liste des membres de la commission.

⁷ ANNEXE III – Liste des personnalités auditionnées par la commission et des personnalités rencontrées par le Président et les rapporteurs.

Le rapport analyse, en premier lieu, les objectifs qui ont présidé à la mise en place du marché européen du CO₂ et étudie les récentes évolutions du marché à cette aune. Il revient ensuite en détail sur la question fondamentale qui doit structurer toute réflexion du régulateur : celle de la nature juridique du quota au regard des catégories existantes.

Le rapport traite, en deuxième lieu, de la problématique de la participation au marché européen du CO₂ : il s'intéresse aux conditions d'accès au marché et aux règles d'encadrement des participants, notamment des intermédiaires de marché.

En troisième lieu, les travaux ont porté sur les risques d'abus auxquels est confronté le marché européen du CO₂ et sur la nécessité d'améliorer la transparence sur ses fondamentaux et sur les transactions qui y sont réalisées.

Enfin, le rapport tente de définir une possible architecture de surveillance et de régulation du marché européen du CO₂.

1 Le marché européen du CO₂ s'est considérablement développé dans le contexte d'une régulation légère, incomplète et hétérogène : un meilleur encadrement est aujourd'hui nécessaire pour faire émerger un signal-prix du carbone robuste à long terme en Europe

Marché réglementaire, le marché européen du CO₂ présente une profonde originalité par rapport à tout autre marché connu, tant le rôle de la puissance publique, qui préside à sa création et à toutes les étapes de son fonctionnement, y est grand. Toute analyse de la régulation de ce marché ne saurait faire l'économie d'un temps de réflexion sur ses objectifs premiers, tels qu'assignés par le Législateur européen : le rôle de la régulation sera précisément d'assurer le respect de ces objectifs, au fil du fonctionnement du marché.

Le Législateur européen a, dès le départ, privilégié le développement du marché plutôt que son encadrement. Ainsi, comme le notait le rapport CHARPIN⁸, ni la directive 2003/87/CE, ni ses dispositions révisées dans le cadre du paquet climat énergie en 2009, ne définissent un cadre homogène de régulation du marché européen du carbone, ou une architecture cohérente de contrôle et de surveillance du marché. Ces choix sont aujourd'hui confrontés au développement extrêmement rapide du marché, qui semble désormais avoir atteint une taille critique suffisante pour que soit légitimement posée la question de son encadrement.

Plus largement, il convient de revenir sur une question fondamentale : le marché européen du CO₂ est-il aujourd'hui en capacité de remplir son rôle, faire émerger le prix du carbone dont l'Europe a besoin pour tenir ses objectifs de réduction des émissions ?

1.1 Le marché européen du CO₂ est un dispositif créé par la puissance publique dont l'objectif est de garantir la réduction des émissions à moindre coût : la robustesse du signal prix est à cet égard déterminante et doit être préservée

L'objectif premier du système européen d'échange de quotas est environnemental : il doit permettre d'atteindre un objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre en plafonnant les émissions des acteurs qui y sont assujettis. Le système européen d'échanges de quotas est d'abord un instrument de contingentement volumique des émissions de gaz à effet de serre, avant d'être un système d'échanges. Il repose sur un objectif de réduction des émissions qui présente deux particularités. Il est, en premier lieu, le résultat d'une volonté politique, qui traduit l'ambition de l'Union européenne dans la lutte contre le réchauffement climatique, dans le cadre du Protocole de Kyoto. Il s'inscrit ainsi, en droit communautaire, dans le cadre d'un engagement de l'Union européenne de réduire ses émissions de 20% en 2020 par rapport à 1990, avec, en particulier, un objectif de -21% pour les secteurs assujettis au système d'échange de quotas entre 2005 et 2020. L'objectif environnemental constitue le premier pilier du système de quotas, et le déterminant fondamental du prix du carbone. En second lieu, le respect de cet objectif est, par construction, une certitude, acquise *ex ante* : les émissions globales sont plafonnées à l'intérieur d'un budget carbone défini, impératif et, théoriquement, non modifiable. L'effort de réduction est ensuite réparti entre les installations industrielles assujetties.

⁸ CHARPIN (Jean-Michel), BARBERIS (Jean-Jacques) et CELESTIN-URBAIN (Joffrey), *Rapport du groupe de travail sur les modalités de vente et de mise aux enchères des quotas de CO₂ en France*, Paris, Octobre 2009, p. 73 sqq.

Une fois l'objectif de réduction posé, la possibilité d'échange des droits doit permettre l'émergence d'un signal-prix qui devienne une variable d'arbitrage microéconomique pour les secteurs assujettis, prise en compte, notamment, dans les décisions d'investissement. La possibilité d'échanger les quotas permet la répartition optimale des efforts d'abattement entre les acteurs, ce qui induit une diminution du coût global de réduction des émissions par rapport à un système de simple plafonnement administré. La robustesse et la crédibilité du signal-prix sont donc des éléments fondamentaux de l'efficacité du système d'échange.

Pour jouer son rôle de manière efficace, le signal-prix doit satisfaire un certain nombre de conditions.

En premier lieu, il doit être robuste et unique : il doit être le même pour tous les acteurs de marché et être suffisamment crédible, en tant que référence, pour susciter la confiance des acteurs du marché et jouer son rôle d'inducteur des comportements d'investissement et d'optimisation opérationnelle.

En deuxième lieu, il doit refléter les fondamentaux du marché, tant macroéconomiques que microéconomiques. L'encadré 1 fait à cet égard le point sur la littérature économique existante concernant les déterminants fondamentaux du prix des quotas de CO₂ en Europe.

Encadré n°1 – Les fondamentaux du prix des quotas de CO₂ en Europe

Le prix du quota de CO₂ découle de plusieurs déterminants, sujet qui a fait dans les dernières années l'objet d'une abondante littérature économique, dont est ici présentée une revue synthétique et non exhaustive. La compréhension des mécanismes de formation des prix sur ce marché est, en effet, indispensable à l'appréciation des éléments développés dans le présent rapport.

Traditionnellement, d'après l'analyse fondamentale de Burtraw (1996) sur les déterminants des prix du SO₂ et les travaux de revue des modèles de Springer (2003) et Kanen (2006), les principales variables fondamentales du prix du CO₂ sont constituées par les décisions institutionnelles ou réglementaires, les prix relatifs des énergies, les événements climatiques, les coûts marginaux d'abattement (réduction des émissions) des acteurs, les évolutions de leur production, et l'activité économique. En effet, l'offre de quotas est fonction du niveau de contrainte réglementaire fixée par le Législateur européen. La demande de quotas est, quant à elle, fonction de plusieurs variables, en particulier des prix des combustibles fossiles (pétrole, charbon, gaz naturel) et de l'électricité, et des conditions climatiques. In fine, le prix du CO₂ est déterminé à l'équilibre par le transfert entre des installations ayant une alternance de positions nettes de conformité courtes et longues⁹. Ces différentes variables sont détaillées ci-après.

D'après Kanen (2006), Christiansen et al. (2005) Bunn et Fezzi (2008) et Alberola et al. (2008), les prix des énergies sont une des principales variables explicatives des prix du CO₂, notamment en raison de la capacité qu'ont les producteurs d'électricité de passer du gaz au charbon dans leur choix de production. Les opérateurs électriques arbitrent en effet en fonction des marges brutes d'exploitation de chaque type de centrale, correspondant à la différence entre le prix de vente de l'électricité et le prix du combustible de production. Comparaison est ainsi faite entre le « clean dark spread » – qui correspond au profit

⁹ Une position est dite courte quand elle enregistre un déficit de quotas alloués comparativement aux émissions vérifiées. Une installation courte peut acheter des quotas pour se mettre en conformité. La réciproque est vraie pour les positions longues.

théorique d'une installation fonctionnant au charbon, coût du CO₂ compris – et le « clean spark spread » – qui correspond au profit théorique d'une installation fonctionnant au gaz naturel, coût du CO₂ compris. L'équilibre entre les deux variables détermine le prix du CO₂ en fonction duquel il est plus ou moins rentable de basculer d'un combustible à un autre. Par exemple, d'après Alberola et Chevallier (2008), entre octobre 2005 et avril 2006, l'augmentation du prix du gaz naturel a positivement influencé le prix du CO₂, en amenant les opérateurs à arbitrer en faveur du charbon. D'après Kanen (2006), le prix du Brent constitue aussi une variable du prix du CO₂, puisqu'il constitue un inducteur fondamental du prix du gaz naturel, une grande partie des prix des contrats d'approvisionnement en gaz naturel en Europe étant indexée sur le prix du pétrole.

D'après Mansanet-Batallet (2007) les conditions climatiques ont également un impact sur le prix du CO₂ via le canal des consommations énergétiques. Il en ressort que les événements climatiques extrêmes, i.e. les augmentations (été chaud augmentant les besoins en matière de climatisation) et baisses de températures (hivers rigoureux augmentant les besoins de chauffage), au-delà d'un certain seuil, influent sur les prix du CO₂. Une augmentation de la production électrique induit une augmentation des émissions des producteurs du secteur électrique et donc leur demande de quotas. Par ailleurs, les déviations des températures par rapport aux moyennes saisonnières emportent également des conséquences qui semblent supérieures, pour Alberola et Chevallier (2008), aux événements climatiques extrêmes. Ainsi plus le climat est froid sur une année donnée, plus les effets des températures sur les changements des prix du CO₂ sont importants (ce qui se vérifie par exemple empiriquement dans le cas de l'hiver 2006). Le même auteur note d'ailleurs que l'effet principal est moins la variation extrême des températures à la baisse elle-même, que l'absence d'anticipations des variations par les producteurs d'électricité.

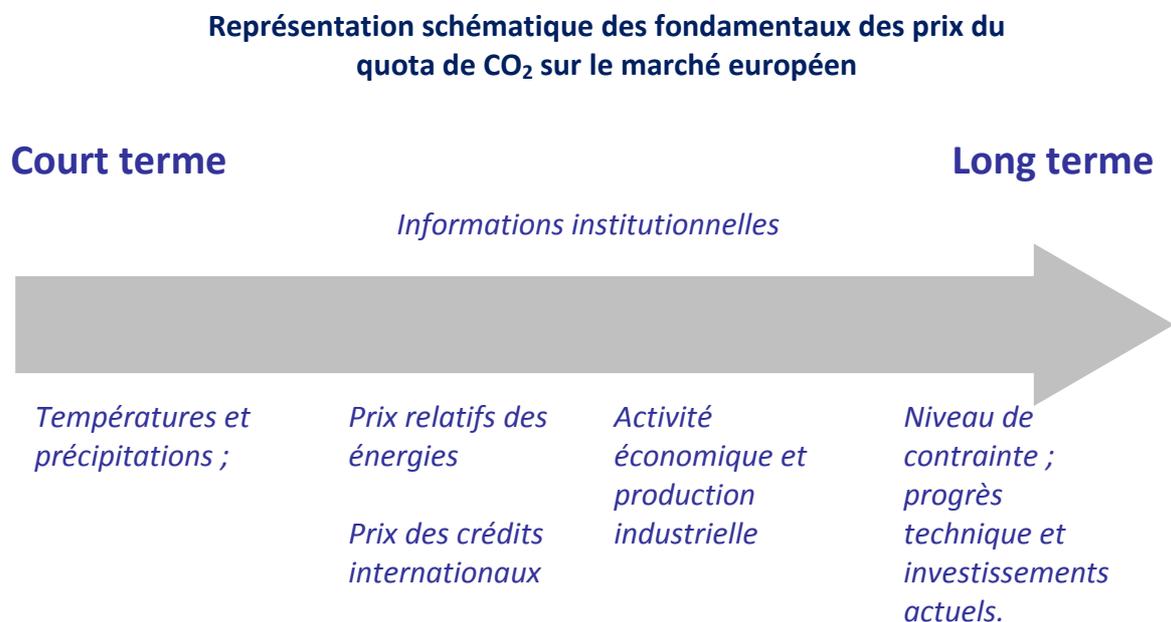
Alberola et Chevallier (2008) mettent également en évidence l'influence des événements institutionnels sur le prix du CO₂. Les auteurs notent ainsi que les agents économiques sont particulièrement sensibles à toute nouvelle information institutionnelle et aux événements de conformité, ce qui explique notamment des événements de volatilité aux dates réglementaires rythmant le fonctionnement du système. A cet égard, les agents ont notamment réagi, en octobre 2006, aux annonces de la Commission européenne qui annonçait une restriction de l'allocation durant la phase 2008-2012.

Par ailleurs, et c'est l'un des leurs principaux apports à la littérature préexistante, Alberola et Chevallier (2008) démontrent également que les prix du CO₂ varient fondamentalement en fonction de la variation de la production industrielle des secteurs assujettis à l'ETS. Le prix du CO₂ est, en effet, fonction des coûts marginaux d'abattement des installations couvertes, les choix réalisés par les secteurs industriels en termes d'abattement emportant des conséquences sur le prix du CO₂. Par ailleurs, les industriels peuvent également adopter des comportements stratégiques de gestion de leurs positions en quotas en fonction du niveau de production effectivement constaté. L'auteur remarque la relation de causalité qui veut que si un secteur a combiné une position de conformité nette courte (longue) et/ou une variation croissante (décroissante) de la production industrielle, alors ce secteur est un acheteur (vendeur) potentiel de quotas et l'impact sur le prix du CO₂ devrait être positif (négatif). Alberola et Chevallier démontrent ainsi l'effet significatif de la variation de production industrielle de trois secteurs sur les changements de prix du CO₂ en Europe : le secteur de la combustion, de la production de fer et d'acier et de la production de pulpe de papier, qui représentent à eux trois plus de 80% de l'allocation totale de quotas. Le rôle joué par la

réconciliation annuelle des positions des acteurs et les éventuels pics de production de secteurs donnés est ainsi démontré.

La littérature économique récente ne permet pas de déterminer les pondérations relatives de ces différents facteurs, les analyses économiques existantes étant, sur ces points, partagées. Pour autant, Battaler et al. se risquent à une hiérarchisation, estimant que les prix relatifs des énergies et les arbitrages réalisés par le secteur de la combustion sur cette base, constituent un déterminant de prix relativement plus important que les variations de températures. Par ailleurs, Alberola et al. (2008) démontrent que les modifications des stratégies des acteurs en phase I sont principalement consécutives aux chocs informationnels.

D'après Rickels et al. (2007), on peut schématiquement résumer les déterminants principaux du prix des quotas de CO₂ sur la flèche temporelle suivante :



Il ressort de cette analyse que la capacité du signal prix à refléter les fondamentaux n'implique pas une direction univoque, ni l'absence de volatilité, puisque le prix du CO₂ est naturellement affecté par la variation d'autres variables. A cet égard, la volatilité des prix sur les marchés de l'énergie a des répercussions non négligeables sur la volatilité du prix du quota de CO₂.

Trois constats principaux se dégagent de l'analyse des fondamentaux du prix du CO₂ qui doivent contribuer à éclairer les choix à opérer en matière de régulation :

- l'importance de la stabilité et de la qualité de l'information institutionnelle relative, principalement, à l'offre ;
- la complexité d'appréhension du mécanisme de formation des prix sur ce marché, qui nécessite donc une mise à disposition de l'information pour l'ensemble des

acteurs qui ne disposent pas tous de la capacité d'analyse nécessaire pour ancrer leurs anticipations ;

- la nécessaire transparence sur un certain nombre de données de marché fondamentales.

En troisième lieu, le signal-prix doit être protégé autant que possible contre les altérations, qui seraient le fait d'évènements extérieurs aux fondamentaux du marché, liés en particulier aux stratégies de marché de certains acteurs. A cet égard, des stratégies de manipulations de cours caractérisées ou des comportements de collusion lors des adjudications seraient de nature à fausser les anticipations et nuiraient à la prévisibilité du signal-prix, de même qu'à la réputation du système de quotas, et donc à la confiance des intervenants sur le marché.

Il apparaît donc que le principal objectif d'une régulation et d'une surveillance efficace du marché du CO₂ est de garantir la robustesse du signal-prix, en s'assurant qu'il reflète de manière non faussée les fondamentaux du marché et en garantissant un niveau d'information suffisant des acteurs.

1.2 L'organisation relativement libre du marché européen du CO₂ a favorisé son expansion rapide accompagnée d'un accroissement notable de sa liquidité

Le marché européen représente aujourd'hui la composante la plus importante du marché international du CO₂ et sa part a continûment cru depuis 2005 (65 à 70% en volume et 70 à 80% en valeur en 2009). Le marché des crédits liés aux mécanismes de projets mis en place par le protocole de Kyoto, crédits internationaux (URCE et URE¹⁰), constitue la deuxième composante du marché international avec près de 30% des volumes échangés. Ce marché se décompose en un marché primaire (où les acteurs acquièrent des crédits émis par un projet de réduction des émissions de gaz à effet de serre) et un marché secondaire (sur lequel s'échangent des crédits déjà émis et les produits dérivés correspondant). Le marché secondaire s'est très fortement développé dans la période récente, avec, au cours de l'année 2008, une multiplication par 4,5 des volumes échangés, phénomène consécutif à l'entrée du marché européen dans sa deuxième phase et concomitant à la première période d'engagement du Protocole de Kyoto. L'essentiel de la demande des crédits internationaux est, en effet, le fait des entreprises européennes : le fonctionnement et la structure du marché secondaire de ces crédits sont donc très proches de ceux des marchés de quotas européens. L'analyse des enjeux de régulation qui s'y rapportent sera donc pleinement intégrée à celle du marché européen.

Le marché européen du CO₂ a connu une augmentation spectaculaire des volumes échangés depuis sa création. En 2009 les échanges ont approché 66 milliards d'euros en valeur notionnelle, pour des volumes dépassant les 5 milliards de quotas échangés sur les différents compartiments du marché¹¹. Entre 2005 et 2009, les échanges en volume ont été pratiquement multipliés par 20, contre un facteur 12 pour les échanges en valeur, comme le montre le tableau suivant.

¹⁰ Crédits dits Unités de Réduction Certifiées des Emissions (URCE) pour le Mécanisme de Développement Propre et Unités de Réduction des Emissions (URE) pour le mécanisme de Mise en Œuvre Conjointe.

¹¹ A noter qu'une partie de l'augmentation des volumes échangés en 2009 doit également s'interpréter dans le contexte de la fraude à la TVA, comme détaillé plus avant *infra*.

Tableau n°1 – Evolution des échanges sur le marché européen du CO₂ entre 2005 et 2009*

Année	Volumes échangés (millions de tonnes)	Valeurs des transactions (millions d'euros)	Prix moyen (euros)
2005	262	5 400	20,6
2006	828	14 500	17,5
2007	1 458	25 200	17,3
2008	2 731	61 200	22,4
2009	5 016	65 900	13,1

Source : Point Carbon

* hors gré à gré non compensé.

Lecture du tableau : après une phase de démarrage rapide entre 2005 et 2007, correspondant à la première phase du marché, le basculement du marché en phase II (2008-2012) s'est traduit par un quasi-doublement des échanges en volume et d'un triplement des échanges en valeur entre 2007 et 2008. 2008 à 2009 s'est traduit par une augmentation toujours très importante des volumes échangés (élément à nuancer, dans le contexte de la fraude à la TVA), soit un quasi-doublement, les échanges en valeur n'ayant connu qu'une augmentation modeste en raison de la considérable baisse des prix consécutive au pic de la récession économique, notamment au premier trimestre 2009.

La liquidité du marché européen du CO₂ a augmenté¹². Le marché européen du CO₂ est, cependant, relativement moins liquide que d'autres marchés de matières premières. En effet, le taux de rotation (le rapport entre les volumes échangés et la taille du marché sous-jacent¹³) n'est que de 2,5 sur le marché européen du carbone, ce qui demeure faible en comparaison aux marchés de produits de base les plus liquides, où les taux de rotation sont supérieurs à 10 (marché du pétrole, marché du gaz aux États-Unis, marchés de l'électricité en Allemagne et dans les pays scandinaves, en particulier). La faiblesse relative de ce taux trouve, notamment, son explication dans le système d'allocation gratuite aujourd'hui en vigueur. Le taux devrait mécaniquement augmenter avec le basculement à une allocation payante.

1.3 En dehors de chocs réglementaires, l'évolution des prix du CO₂ a reflété l'évolution des fondamentaux et sa volatilité est demeurée inférieure à celles observées sur les marchés de l'énergie

Les débats récurrents sur l'opportunité de mettre en place des mécanismes d'encadrement des prix sur le marché du carbone ont entretenu l'idée d'une volatilité excessive de ce marché. La croyance dans une volatilité excessive des prix sur le marché européen du CO₂ semble bien enracinée, entraînant de fréquentes propositions de mise en place de systèmes de prix plancher ou de prix plafond, tels que proposés notamment par la Pologne dans la négociation sur le paquet climat énergie sous Présidence Française de

¹² ANNEXE V – Analyse de l'évolution de la liquidité sur le marché européen du CO₂.

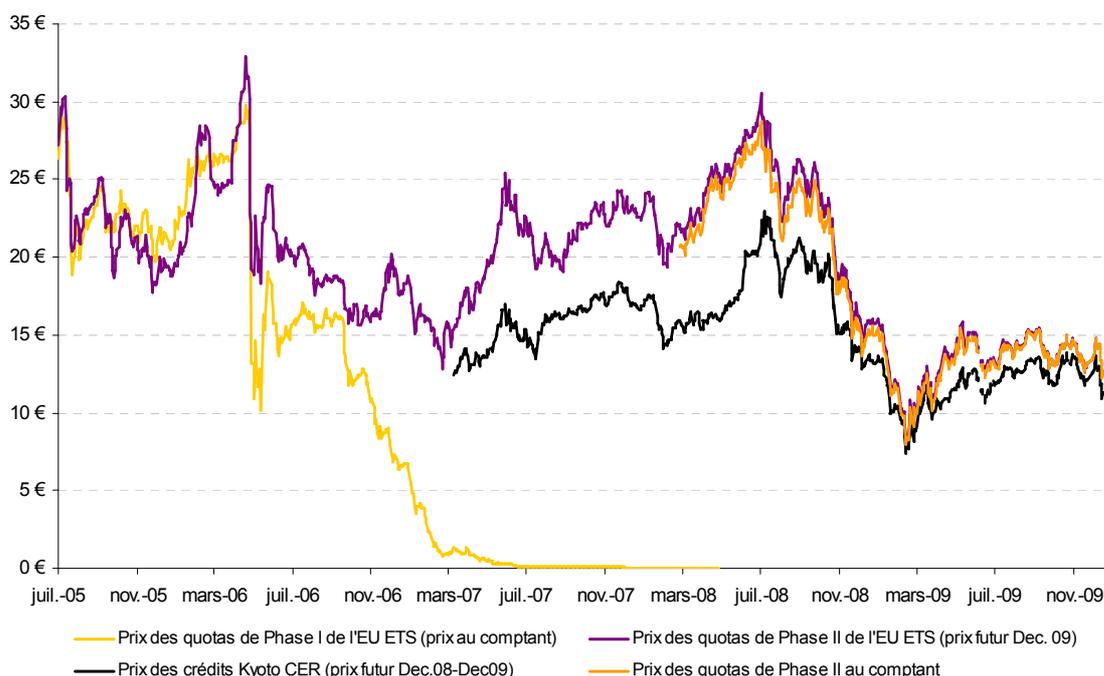
¹³ La taille du marché sous-jacent peut être assimilée, pour le CO₂, à l'allocation de quotas, soit 1.9Mds de tonnes par an en phase II.

l'Union européenne en 2008¹⁴. Pour autant, d'après la littérature économique et financière existante et portée à la connaissance de cette Mission, si la volatilité des prix des quotas de CO₂ sur le marché européen est réelle, rien ne permet de la qualifier d'excessive relativement à d'autres marchés.

Encadre n°2 – Les fluctuations des prix du quota de CO₂ sur le marché européen depuis 2005

En référence aux données de marché existantes, est ici présentée l'évolution des prix du quota (quota au comptant, contrats à terme et crédits internationaux) entre 2005 et 2009.

Evolution des prix des quotas sur le marché européen (2005-2009)



Source : Bluenext, ECX

Le prix du CO₂ a connu de très fortes variations en phase I. Commencant à 8€ le 1^{er} janvier 2005, le prix a augmenté jusqu'à 30€ au mois de juillet de la même année, avant de s'engager dans une fourchette de fluctuation comprise entre 20 et 25€ durant le semestre suivant puis de revenir au plus haut à 30€ en avril 2006.

¹⁴ La Pologne avait proposé de mettre en place un système de prix « plancher » et de prix « plafond » sur le marché secondaire des quotas de CO₂ : il s'agissait, concrètement, d'organiser la fluctuation des prix dans une bande, constituée d'une borne basse passant de 5 à 40€ entre 2013 et 2020 et d'une borne haute passant de 65 à 100€ sur la même période. Le respect de la bande devait être assuré *via* des interventions de marché d'une institution *ad hoc* dotée de fonds propres constitués d'une fraction des revenus des enchères des États membres. La justification du prix plancher était à trouver dans la volonté de garantir le signal-prix de long terme et de limiter l'impact d'un creux de prix sur l'incitation à investir dans des technologies « bas carbone ». La justification du prix plafond était moins évidente : il permettait le plafonnement du coût des objectifs de réduction des émissions pour les entreprises, mais aboutissait de fait à créer une incertitude sur le niveau final de contrainte environnementale, ajustable *a posteriori*. Ce système se heurtait, de plus, à des problèmes de définition commune (et arbitraire) par les États du corridor à retenir, qui n'est pas sans analogie avec la fixation du taux d'une taxe harmonisée ou la détermination d'une valeur, ou d'une zone de valeurs, « tutélaire ».

Le prix s'est ensuite effondré dans la dernière semaine d'avril 2006, suite à la déclaration de leurs émissions vérifiées par les entreprises assujetties, démontrant une situation de sur-allocation. Le 15 mai 2006, la Commission confirmait une sur-allocation de l'ordre de 4% de l'enveloppe totale, constituée de l'addition des différents Plans Nationaux d'Allocation de Quotas (PNAQ). En quelques jours, le prix s'est ainsi brutalement ajusté de plus de 50%, avant de varier dans une fourchette comprise entre 15 et 20€ jusqu'à l'automne 2006.

Comme le notent Alberola et Chevallier (2008), à compter de la fin 2006, le prix du quota évolue selon deux logiques distinctes et entièrement décorrélées : une baisse tendant vers zéro du prix du quota de phase I en raison de l'impossibilité pour les opérateurs de stocker les quotas de phase I pour les utiliser en phase II¹⁵ ; et une stabilisation des prix des contrats à terme de phase II autour d'une moyenne de 20€.

A compter de la phase II, le marché a évolué en 2008 dans une bande comprise entre 20 et 25€, avant d'atteindre son plus haut historique à 30,6€ le 30 juillet, amorçant ensuite une baisse continue sur le deuxième semestre.

Le prix du quota d'émission de CO₂ sur le marché européen a chuté à 8,2 €, creux observé le 12 février 2009), avant de rebondir à 15,24 € le 4 septembre 2009 et de se stabiliser ensuite dans une bande comprise entre 10 et 15€.

En début d'année 2010, les prix ont continué à évoluer dans une fourchette très étroite comprise entre 13 et 14€.

De manière générale, on constate également une réelle convergence des prix au comptant et des prix à terme (la différence observable correspondant au coût de portage financier des agents), conséquence du rôle des arbitragistes, qui assurent que le prix des instruments dérivés sur quotas demeure lié à celui de l'actif sous-jacent. D'après Uhrig-Hombourg et al. (2006), le marché dérivé a, comme sur d'autres marchés de produits de base, largement dépassé en liquidité le marché au comptant sur le CO₂ à compter de décembre 2005, la formation des prix étant de facto assurée par le contrat standard sur ECX (marché londonien de dérivés) à maturité annuelle.

Le marché dérivé permet ainsi d'assurer la bonne découverte du signal-prix de moyen terme, en rendant possible l'accès à l'information pour toutes les maturités existantes. L'information transmise par les prix des contrats à terme représente en effet l'anticipation, exprimée à une date ultérieure, et à l'information donnée, de ce que sera le prix au comptant à cette même date. Les prix à terme sont, en un sens, l'indicateur des futurs prix au comptant, ce qui permet de faciliter l'allocation inter-temporelle des ressources, et, dans le cas du CO₂, d'autoriser les acteurs économiques à réaliser la comparaison entre le prix du CO₂ à un instant donné, et le coût d'abattement marginal d'une tonne de CO₂.

Sur l'ensemble de la période de fonctionnement du marché européen du CO₂ (soit 2005-2010), les évolutions de prix les plus notables (chute en fin de phase I et baisse brutale des prix en 2009) trouvent des explications différenciées : réglementaires, ou conjoncturelles. Au cours de la phase I, le premier pic de volatilité¹⁶, correspondant à la chute brutale des prix en 2006, s'explique principalement par la conjonction de deux facteurs d'ordre

¹⁵ A noter que d'après Ellerman & Buchner (2009), le fait que le prix de marché du CO₂ a atteint zéro en fin de phase I n'a pas empêché cette phase de permettre une réduction substantielle des émissions de gaz à effet de serre, comprise entre 50 et 100 Mt par an entre 2005 et 2007.

¹⁶ Calculée comme l'écart type des prix sur une période donnée et exprimée en pourcentage.

réglementaire : une situation de sur-allocation de quotas découverte par les acteurs, liée, à l'époque, à l'absence de données précises sur les niveaux d'émissions des entreprises assujetties, et à l'interdiction du report en avant des crédits de phase I sur la phase II (*banking*). Cette conjonction a entraîné des ventes massives de quotas et une chute brutale du prix des quotas, qui a tendu vers zéro.

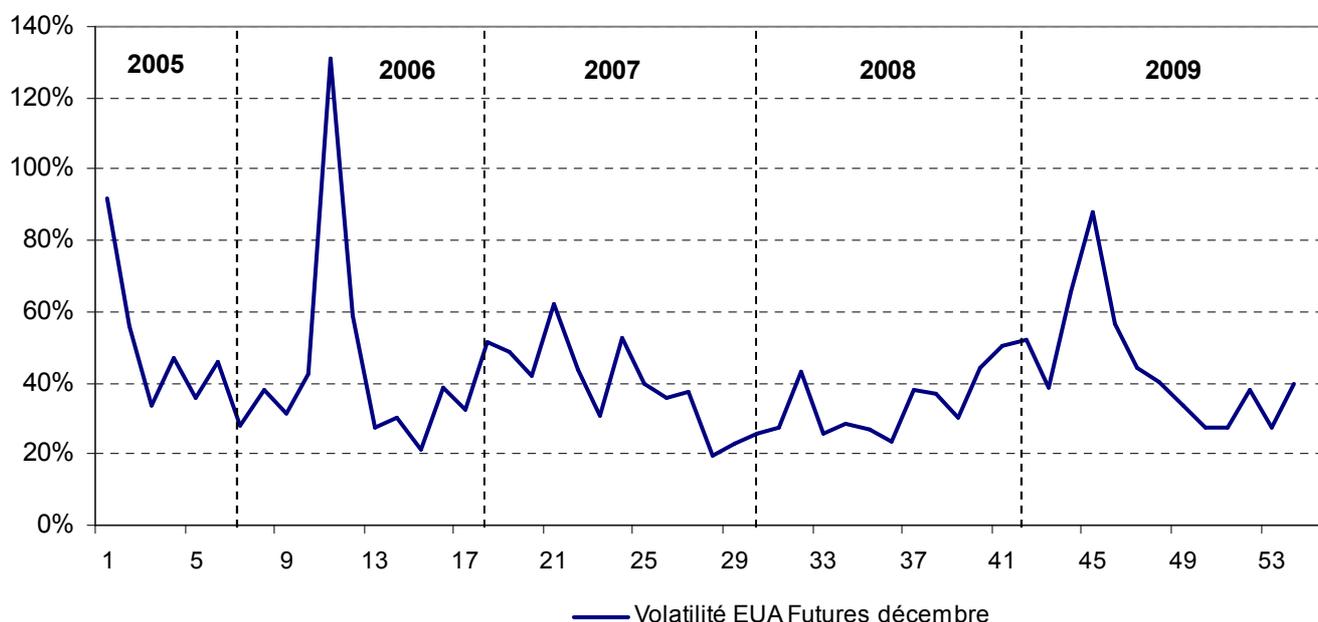
A contrario, la forte diminution du prix au cours de la phase II s'explique, tout d'abord, par le déplacement de l'équilibre offre-demande sur le marché induit par la crise économique : la contraction de la production industrielle et de la consommation d'énergie qui ont accompagné le ralentissement économique européen ont, en effet, entraîné une diminution des émissions de CO₂ des installations soumises au marché, avec, comme conséquence, une baisse de la demande de quotas. A cet effet « réel », statistiquement significatif (pour mémoire, l'élasticité des émissions de CO₂ au PIB est supérieure à 1) est venu s'ajouter un effet « financier », qui a contribué à accentuer la baisse du prix moyen du quota, au-delà du seul jeu des fondamentaux. Le durcissement des conditions de financement des entreprises (accès au crédit et aux marchés de capitaux) a, en effet, conduit les opérateurs industriels à monétiser leurs « excédents » de quotas sur le marché pour lisser leurs besoins de trésorerie à court terme.

Les quotas de CO₂ ont ainsi été utilisés par les entreprises assujetties comme un instrument pour dégager des marges de manœuvre en trésorerie, faisant ainsi jouer un rôle d'amortisseur financier contra-cyclique au marché du CO₂. Cette stratégie d'optimisation financière a été rendue possible par le décalage d'une année entre la délivrance gratuite des quotas par les autorités publiques et l'obligation de restitution faite aux entreprises. Concrètement, un opérateur peut ainsi monétiser immédiatement son allocation après la délivrance des quotas, en passant un contrat à terme pour couvrir ses besoins anticipés à un an. Ce système a donc abouti à une augmentation de l'offre de quotas de CO₂. La situation actuelle, liée à la conjoncture économique, est donc fondamentalement différente de celle de la phase I, liée à des causes réglementaires. On notera, par ailleurs, que le phénomène de monétisation des quotas à fins de trésorerie, qui a emporté un impact sur le prix est, là encore, la conséquence des modalités d'organisation du marché.

A une échelle infra-période, la volatilité s'est en partie réduite depuis 2005. Seifert et al. (2008) ont expliqué la variabilité sur la première phase du marché par le fait que les opérateurs manquaient, en raison du caractère immature du marché, d'expérience sur la formation de leurs anticipations. A cet égard, on peut remarquer que la volatilité des prix sur le marché européen du CO₂ a été relativement plus importante en phase I qu'en phase II, et plus particulièrement en début de période, comme le montre le graphique suivant.

Graphique n°1 – Volatilité observée du prix des quotas de CO₂ entre 2005 et 2009

Volatilité EUA Futures décembre



Source : CDC Climat Recherche

Tableau n°2 – Volatilité historique sur 15 jours des prix des quotas de CO₂ en deuxième phase du marché (2008-2012)

		Spot BlueNext	Dec 09 ECX	Dec 10 ECX	Dec 11 ECX	Dec 12 ECX	Dec 13 ECX	CER (Index Reuters)
2008	T1	29,4	34,2	33,6	32,9	31,8	-	28,4
	T2	25,0	23,9	23,8	23,1	22,9	21,9	20,2
	T3	38,2	38,4	38,0	37,4	37,3	36,1	40,9
	T4	49,0	46,3	46,2	45,3	44,8	40,1	44,8
2009	T1	72,4	72,9	73,1	74,8	70,6	65,6	68,4
	T2	43,8	43,0	42,9	42,4	40,6	37,8	38,7
	T3	30,8	31,3	30,9	30,3	29,7	27,5	25,4
	T4	35	29,7	34,9	32,9	32,2	30	33,4
2010	Janvier	35,4	-	35,6	35,4	35,6	32,8	31,3

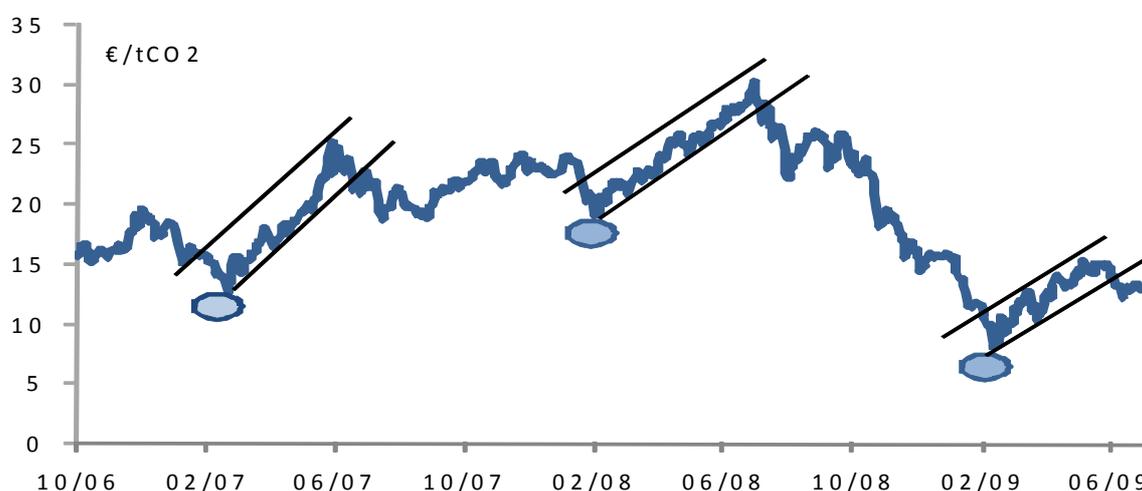
Source : CDC Climat Recherche

Lecture du graphique et du tableau : la volatilité paraît relativement plus marquée en début de phase I (2005) avant une stabilisation dès 2006 hors l'effet du pic (plus de 150%) enregistré en raison de la révélation des excédents sur le marché. La fin de la première phase (2007) se caractérise par une diminution relative de la volatilité en particulier à partir du second semestre. En phase II, on constate que la volatilité a continûment

(hors T2 2008) augmenté en 2008, avant d'atteindre le pic constaté en février 2009, avant une baisse marquée dès le T2 pour une stabilisation progressive dans une bande comprise entre 30 et 35%.

La volatilité infra-annuelle des prix sur le marché européen du CO₂ s'explique par les modalités d'organisation du marché et d'éventuels chocs réglementaires, ainsi que par l'évolution des fondamentaux, en particulier la volatilité des prix de l'énergie. Ainsi, une partie de la volatilité du prix CO₂ semble la conséquence du calendrier réglementaire régissant le marché. On constate ainsi des mouvements de volatilité des prix aux trois moments principaux d'animation du marché en cours d'année : lors de l'allocation des quotas aux entreprises assujetties par les États (28 février) ; lors de la restitution des quotas par les entreprises aux pouvoirs publics (30 avril), et, enfin, au moment de la publication annuelle des données d'émission de l'année écoulée.

Graphique n°2 – Mouvements de prix observés sur le marché dérivé (contrat à terme à échéance décembre 2009) à l'occasion de l'allocation annuelle des quotas



Source : Banque de France

Lecture du graphique : on constate que pour chaque année entre 2006 et 2009, la date de l'allocation annuelle (28 février, porté dans les cercles en bleu) donne lieu à une chute des prix. Une fois les quotas délivrés, des entreprises assujetties monétisent une partie de leur allocation. Après un effet de rattrapage, la plus forte partie de la rapide hausse des prix dans les quatre mois qui suivent, correspond au soutien des prix par la demande des producteurs d'électricité en particulier, qui vendent à terme leur électricité, généralement à partir d'avril, et couvrent simultanément leurs besoins de conformité par des achats à terme de quotas.

Une partie de la volatilité infra-annuelle tient, également, aux besoins de liquidité qui correspondent aux dates de règlement livraison communément observées sur les dérivés sur quotas, en décembre et en février. Enfin, des mouvements de volatilité peuvent également s'observer sur le marché à l'occasion de chocs réglementaires. Un récent exemple de la réactivité du marché européen du CO₂ à ce type d'évènement, a été donné par les mouvements observables suite à deux arrêts du Tribunal de Première Instance des Communautés Européennes (TPICE), le 23 septembre 2009¹⁷. A la suite de ces deux arrêts,

¹⁷ T-183/07 Pologne / Commission (PL) (Prévention et réduction intégrées de la pollution - Système d'échanges de quotas d'émission de gaz à effet de serre - Allocation de quotas pour la Pologne pour la période allant de 2008 à 2012) et T-263/07 Estonie / Commission (ET) (Prévention et réduction intégrées de la pollution -

invalidant deux décisions de la Commission concernant les Plans Nationaux d'Allocation des Quotas (PNAQ) polonais et estoniens, le marché a anticipé une révision à la hausse de l'allocation totale de quotas de l'ordre de 439M de quotas sur 2008-2012. Les comportements d'anticipation ont abouti à une chute du prix des quotas au comptant de l'ordre de 5% en une seule journée (13,27€ à 12,76€). La réaction du marché a donc été réelle, alors même que la réallocation à la hausse représentant une modification de l'ordre de 4% de l'allocation annuelle de quotas en Europe¹⁸, n'était pas avérée. La hausse moyenne constatée sur les trois mois suivants, passé cet épisode, a été de 15%.

La volatilité du prix du CO₂ est également liée à celle des prix de l'énergie. En effet, dans la mesure où le prix relatif des énergies fossiles constitue un des inducteurs du prix du CO₂, la volatilité des prix de l'énergie (charbon, gaz, pétrole) se répercute sur celle du prix du CO₂. Ce lien de causalité est visible dans les tendances similaires d'évolution des niveaux de volatilité (cf. tableau 3 *infra*), les périodes de forte volatilité des prix du gaz, du charbon et du pétrole correspondant également à des périodes de volatilité forte du prix du CO₂.

Bien que l'analyse demeure délicate, il ne semble pas que le marché du CO₂ se caractérise aujourd'hui par une volatilité excessive, au regard de ses différents déterminants. La volatilité du prix du quota de CO₂ est ainsi inférieure à celle observable sur les autres marchés de produits de base énergétiques, comme le montrent les tableaux et graphiques suivants. Ce niveau moindre de volatilité peut s'expliquer, au moins en partie, par le fonctionnement du marché sur la base d'un équilibre annuel de l'offre et de la demande, et non pas d'un équilibre continu comme sur les autres marchés. Néanmoins, selon Lautier et Simon (2008), la volatilité des prix du CO₂ et des produits de base, et en particulier des produits de base énergétiques, sont largement supérieures à celle des actifs financiers traditionnels¹⁹. Il convient également d'éclairer, voire d'infirmier, la fréquente accusation portée sur les marchés dérivés, soupçonnés de constituer des facteurs de volatilité. On ne trouve en effet pas, sur le marché européen du CO₂, de corrélation entre la progressive financiarisation du marché et sa volatilité. A titre d'exemple, alors que la part des échanges de quotas sur le marché au comptant a largement diminué à compter de juin 2009, au profit d'une part plus importante du marché dérivé, ce phénomène ne s'est pas accompagné d'une augmentation sensible de la volatilité des prix.

Système d'échanges de quotas d'émission de gaz à effet de serre - Allocation de quotas pour l'Estonie pour la période allant de 2008 à 2012).

¹⁸ A noter que le marché peut avoir anticipé une augmentation à la hausse plus importante, estimant que la décision du TPICE pourrait faire jurisprudence pour les recours formés sur les mêmes moyens par six autres États membres, ce qui aboutirait à une augmentation de l'ordre de 825M de quotas.

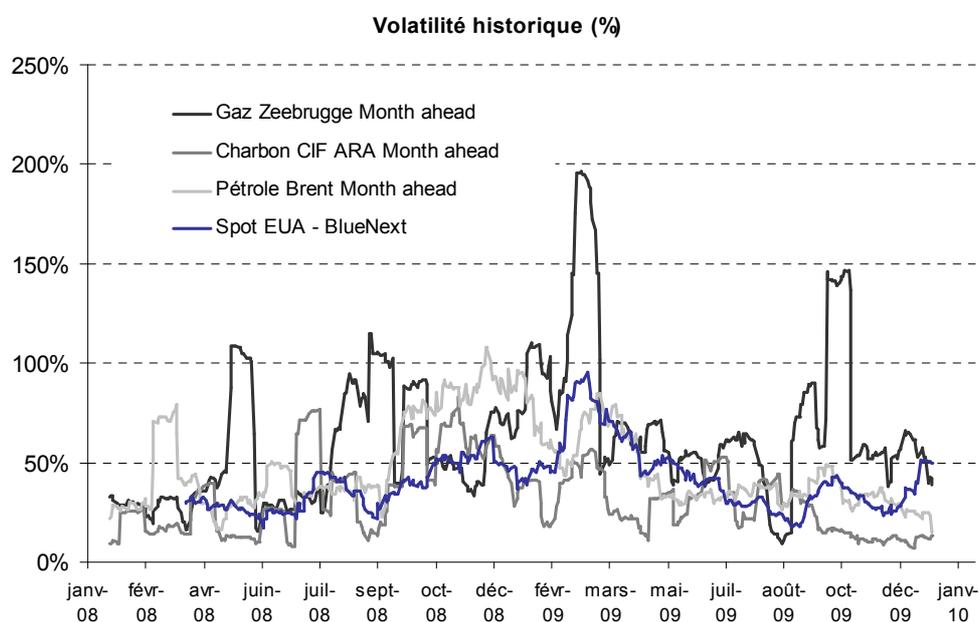
¹⁹ En 2007, d'après *Lautier et Simon*, la volatilité annualisée en % sur l'Euribor était par exemple de 10,7%, contre 14,4% pour l'Euro Stoxx 50, alors que celle observable sur le pétrole brut était de 26,4% et de 62,2% sur le gaz naturel.

Tableau n°3 – Volatilité historique comparée des prix des quotas de CO₂ et d'autres produits de base

		Prix spot CO ₂ BlueNext	Contrat Dec 09 ECX	Gaz Zeebrugge Month ahead	Pétrole Brent Month Ahead	Charbon CIF ARA Month Ahead	Electricité Powernext Futures (Base / Pointe)
2008	T1	30	34	28	44	17	35 / 39
	T2	25	24	57	34	24	54 / 66
	T3	38	38	74	45	46	83 / 92
	T4	44	50	64	87	61	59 / 66
2009	T1	72	73	141	58	41	56 / 62
	T2	44	43	57	32	43	44 / 56
	T3	31	31	60	39	29	53 / 57
	T4	35	30	74	31	12	75 / -

Source : CDC Climat Recherche, d'après Reuters et Bluenext

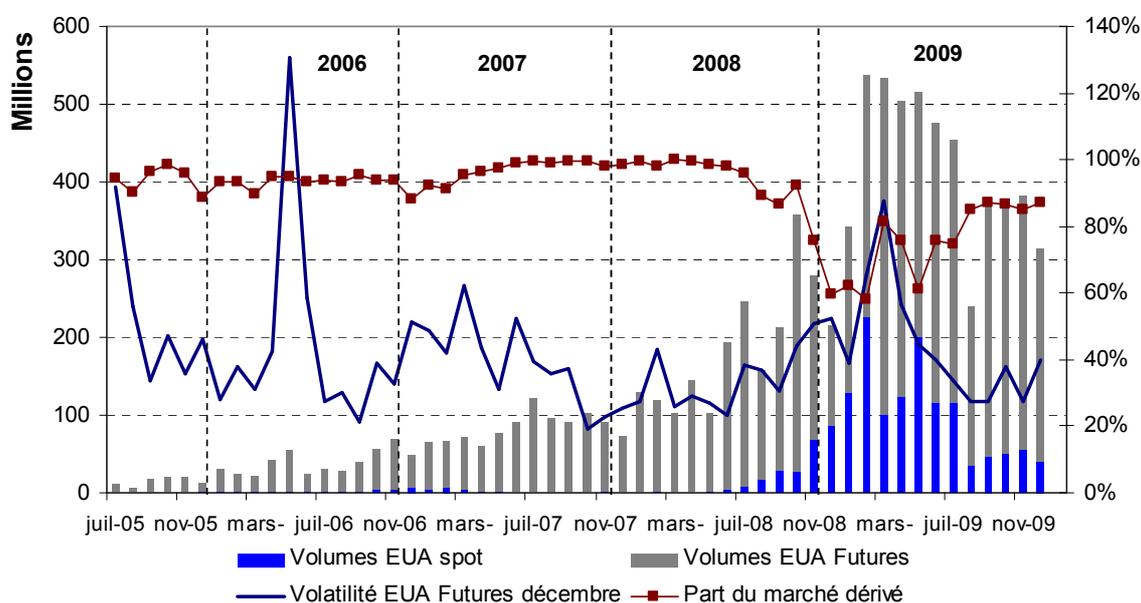
Graphique n°3 – Volatilité historique comparée des prix des quotas de CO₂ et d'autres produits de base



Source : CDC Climat Recherche, d'après Reuters et Bluenext

Lecture du tableau et du graphique : tant la volatilité des prix des quotas au comptant que le prix des quotas à terme à maturité annuelle est inférieure à la volatilité observée sur d'autres marchés de produits de base. En moyenne sur la phase II du marché, la volatilité moyenne sur les quotas au comptant et quotas à terme est inférieure de près de 20% à celle du gaz, de 15% à celle du Brent, et de près de 60% pour l'électricité. Elle est cependant légèrement supérieure à celle observable sur le charbon.

Graphique n°4 – Evolution comparée de la volatilité et des volumes échangés sur les différents compartiments du marché



Source : CDC Climat Recherche d'après BlueNext, ECX, EEX, Nord Pool, Climex

Lecture du graphique : la volatilité du prix de CO₂ apparaît relativement indépendante de l'importance relative et absolue du marché dérivé. L'augmentation des volumes échangés sur le marché dérivé entre 2005 et 2008 ne s'est pas traduite par une augmentation de la volatilité. A contrario, la diminution en début d'année 2009 de la part représentée dans les échanges par le marché dérivé correspond à un pic de volatilité.

1.4 Le marché européen du CO₂ entrera, en 2013, dans sa troisième phase dans le contexte d'une contrainte renforcée et de l'émergence d'un marché primaire

1.4.1 La mise aux enchères des quotas, à partir de 2013, modifiera de manière significative la structure du marché européen du CO₂

La troisième phase du marché européen du CO₂ se caractérisera par une contrainte sensiblement renforcée²⁰. L'engagement européen de -20% des émissions de gaz à effet de serre, en 2020 par rapport à 1990, aboutira à rationner l'offre de quotas sur le marché européen du CO₂. La contrainte définie pour l'ensemble des secteurs concernés représente ainsi une enveloppe de l'ordre de 2 milliards de quotas de CO₂ en 2013, qui déclinera linéairement (-1,74% par an) jusqu'à 1,72 milliards de quotas en 2020. L'augmentation de la contrainte imposée aux entreprises assujetties devrait, logiquement, se traduire par une augmentation du prix des quotas qui pourrait passer, d'après les prévisions des analystes, de moins de 15€/t en 2009 à plus de 35€/t en 2020. Cette augmentation des prix devrait d'ailleurs affecter le marché dès la fin de la phase II, puisque les besoins de couverture par les producteurs d'électricité de leur demande nette en quotas de phase III se traduiront par

²⁰ Directive 2009/29/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 avril 2009 modifiant la directive 2003/87/CE afin d'améliorer et d'étendre le système communautaire d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre.

une demande additionnelle en quotas de phase II²¹. Elle reflétera les anticipations des acteurs, alors que la thésaurisation des quotas est désormais autorisée pour l'ensemble des États membres.

En termes de périmètre, la phase III représente une évolution plus graduelle que structurelle. L'augmentation du volume de quotas alloués, liée à l'inclusion de nouveaux secteurs (aluminium, chimie, transport maritime) sera de l'ordre de 145 millions de tonnes soit 7% de l'allocation annuelle de la phase II. Viendra s'y ajouter une augmentation de 10% de l'enveloppe totale à compter de 2012, liée à l'entrée dans le système du secteur aérien.

Le principal changement qui affectera le marché en phase III sera le basculement de l'allocation gratuite des quotas aux installations assujetties à leur mise aux enchères progressive. Les enchères ont pour objectif de contribuer à accroître l'efficacité du système de quotas en limitant les distorsions liées aux allocations gratuites. Elles permettront ainsi de maximiser l'incitation à réduire les émissions, qui ne jouera plus seulement à la marge (comme dans le cas d'allocations gratuites définies selon les émissions historiques), mais sur la totalité de la production et des émissions. Les producteurs d'électricité seront ainsi contraints d'acquérir aux enchères l'intégralité des quotas dont ils auront besoin pour couvrir leurs émissions de CO₂ dès 2013²². Les autres secteurs sous quotas bénéficieront d'un taux d'enchères réduit, soit 20% en 2013, croissant jusqu'à 70% en 2020, voire d'un taux davantage limité, fonction des *benchmarks*, pour les secteurs considérés comme exposés au risque de « fuites de carbone »²³. Au total, la littérature économique et financière existante estime entre 55 et 60% la part des quotas mis aux enchères dans l'enveloppe totale de quotas du système pour l'année 2013, soit un volume de quotas de 1 à 1.2 milliards de tonnes, correspondant à une valeur notionnelle de l'ordre de 25 milliards d'euros, selon la moyenne des anticipations des analystes sur le prix du CO₂.

La mise aux enchères des quotas verra donc l'apparition d'un marché « primaire », par opposition au marché « secondaire » sur lequel sont échangés les quotas adjudgés ou alloués gratuitement, qui jouera un rôle structurel majeur en termes de signal-prix. Le groupe de travail présidé par Jean-Michel Charpin, dont le rapport a été rendu public le 1^{er} octobre 2009, a, à cet égard, formulé plusieurs recommandations sur les modalités d'organisation des enchères, visant à en assurer l'efficacité et le bon fonctionnement. Les modalités d'organisation des enchères sont aujourd'hui discutées au sein de l'Union européenne, dans le cadre de la préparation du règlement portant organisation des enchères en phase III, dont la publication devra intervenir avant le 30 juin 2010.

²¹ Cette demande additionnelle portera soit sur des quotas de phase II que les producteurs d'électricité pourront thésauriser, soit sur des contrats à terme qui seront en particulier fournis par des acteurs financiers. Ceux-ci couvriront une partie de l'exposition résultante par l'achat de quotas de phase II. Dans tous les cas, la demande de quotas de phase II s'en trouvera accrue.

²² Pour mémoire certains États membres (Nouveaux États membres) ont bénéficié de mesures transitoires concernant leur parc de production électrique, soit le principe d'une mise aux enchères progressive sur 2013-2020.

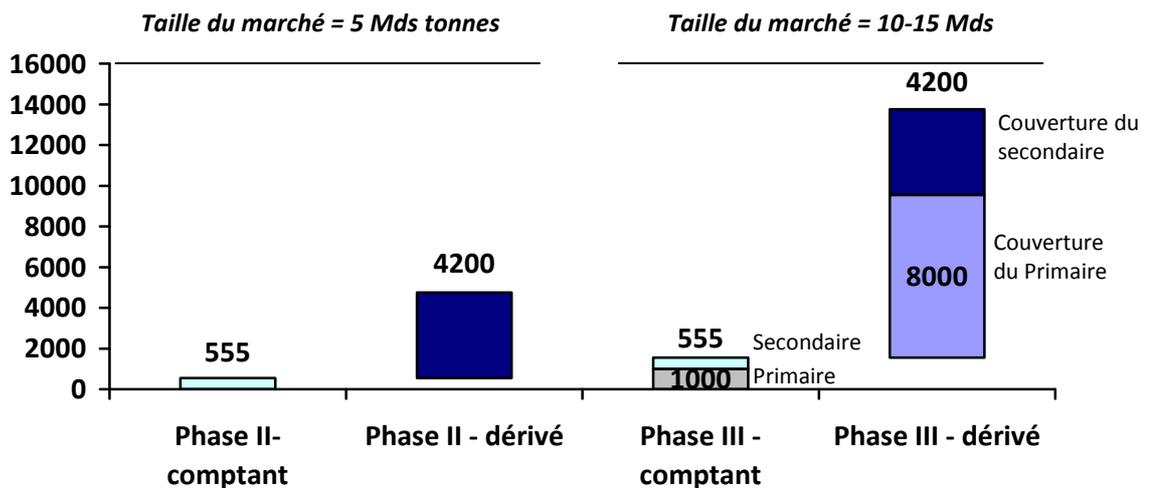
²³ Risque que la contrainte liée au plafonnement des émissions (contrainte carbone) pesant sur les entreprises assujetties, et les coûts induits, n'entraîne la délocalisation des installations concernées vers des pays où la contrainte carbone est moins forte.

Encadre n°3 – Les conséquences de la mise aux enchères des quotas de CO₂ sur le marché européen du carbone à compter de 2013

Outre la structuration d'un marché primaire, le basculement à un système d'attribution des quotas par voie d'adjudication emportera plusieurs conséquences sur le marché secondaire, ici résumées.

La modification du mode d'allocation des quotas entraînera une augmentation des volumes annuels échangés sur le marché au comptant de l'ordre de 0,5-0,6 Mds de quotas (estimation défalquée de l'impact de la fraude à la TVA en 2009) à 1.5 à 2 Mds de quotas en phase III. La structuration du marché secondaire ne devrait pas, quant à elle, subir d'évolution majeure en phase III. Le marché à terme devrait ainsi continuer à représenter la grande majorité des échanges, le ratio actuel entre la taille du marché au comptant et celle du marché dérivé étant communément observé sur les marchés de matières premières. Si le ratio aujourd'hui constaté entre marché au comptant et marché dérivé de 1 pour 7 ou 8 se maintenait, le marché pourrait atteindre 10-15 Mds de quotas échangés par an en volume en phase III, soit entre 250 et 375 Mds € d'échanges en valeur.

Projection de la taille du marché en phase III (2013-2020)



Source : CDC Climat Recherche

Nota : les volumes de la phase II correspondent aux volumes échangés sur les 4 derniers mois de l'année 2009, annualisés, afin de retraiter les volumes de la fraude à la TVA.

Lecture du graphique : La création d'un marché primaire de 1 – 1.2Mds de tonnes lié à la mise en vente par une procédure d'enchères des quotas se traduira par une augmentation de la taille du marché dérivé (8Mds de tonnes, en supposant constant le multiple de taille entre marché au comptant et marché dérivé), les acteurs ayant besoin de couvrir non plus uniquement leur position nette – correspondant à l'écart entre leur allocation et leurs émissions mais également leur allocation devenue payante.

Le basculement à un système d'adjudications devrait se traduire par une intervention croissante des petits intervenants sur le compartiment dérivé du marché : le nombre d'acteurs réguliers (intervenant à une fréquence au moins hebdomadaire) sur le marché (aujourd'hui évalué entre 80 et 100) devrait logiquement augmenter. L'incertitude liée aux résultats des enchères et l'incapacité à couvrir la totalité de leurs besoins par certains acteurs

lors des adjudications, entraîneront mécaniquement une multiplication des intervenants et de leurs opérations sur le marché.

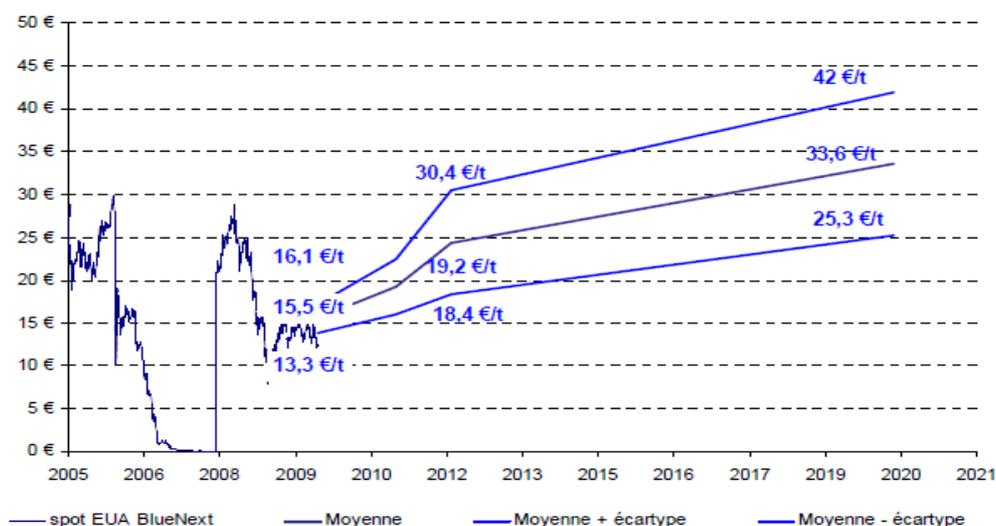
Dans le cadre de sa troisième phase, le marché européen du CO₂ devrait donc connaître deux évolutions principales : le maintien d'une croissance soutenue des échanges en volume et en valeur et la participation d'un plus grand nombre d'acteurs de marché, notamment des petits intervenants industriels.

Des interactions fortes sont à prévoir entre marché primaire et secondaire. Dans la mesure où plus de la moitié des quotas seront mis aux enchères, le prix des adjudications aura une influence structurante sur le prix du marché secondaire. De plus, chaque adjudication correspondra à une injection de liquidité, susceptible d'emporter des diminutions du prix sur le marché secondaire –pourra cependant limiter cet effet. L'expérience des enchères menées en phase II dans un certain nombre de pays européens (portant sur 383 Mt CO₂, soit 3,6% de l'allocation totale sur 2008-2012) témoigne notamment de l'impact des adjudications sur le marché secondaire. Dès lors que les volumes mis aux enchères de manière hebdomadaire en phase III représenteront un volume significatif, l'impact potentiel sur le marché secondaire pourrait être important. Il pourra, cependant, être minimisé par une fréquence élevée des adjudications, qui permettra également de limiter les risques de collusion, et, partant, les risques de manipulations croisées entre le marché primaire et le marché secondaire. Ce danger, aujourd'hui quasi-inexistant, constituera cependant un risque potentiel dans la troisième phase du marché.

1.4.2 De fortes incertitudes pèsent aujourd'hui sur certains déterminants de l'équilibre du marché européen du CO₂ dans sa troisième phase

Les écarts observés dans les prévisions de prix pour les années à venir témoignent de la difficulté des agents économiques à stabiliser leurs anticipations dans un contexte de forte incertitude réglementaire. Les prix anticipés des quotas de CO₂ divergent ainsi aujourd'hui fortement entre les principaux analystes reconnus au niveau européen et international.

Graphique n°4 – Tendence des prévisions de prix du quota européen (fin 2009)



Source : ECX. Barclays Capital. Reuters. Deutsche Bank. Société Générale – Orbéo. Cheuvreux. Point Carbon.

Source : EXC, Barclays Capital, Reuters, Deutsche Bank, Société Générale – Orbéo, Cheuvreux, Point Carbon

Lecture du graphique : les écarts de prix anticipés des quotas sur le marché européen du CO₂ sont extrêmement importants. En moyenne des analyses disponibles, le prix des quotas de phase III s'établirait à 24,4€ en début de période et à 33,6€ en 2020 (l'augmentation des prix correspond au progressif renforcement de la contrainte).

Ces divergences tiennent évidemment aux hypothèses sous-jacentes (croissance économique, prix relatifs des énergies par exemple) mais, surtout, aux écarts de vues des analystes sur les évolutions réglementaires sur le marché du CO₂.

En effet, un certain nombre de déterminants fondamentaux de l'offre de quotas de phase III ne sont pas encore stabilisés à moins de trois ans du basculement du marché dans sa troisième phase. Trois éléments demeurent aujourd'hui encore incertains, et attendent d'être précisés dans le cadre de la mise en œuvre du paquet climat énergie.

Le premier d'entre eux est le niveau général de la contrainte, l'Union européenne ayant laissé en suspens, en fonction de l'évolution des négociations internationales, la possibilité de porter son effort d'atténuation global à 30% en 2020 par rapport à 1990. Un tel renforcement emporterait des conséquences notables sur le marché européen des permis. Si l'on suppose une répartition homothétique²⁴ de l'effort de réduction entre le marché et les secteurs hors marché, le niveau de contrainte sur les secteurs assujettis sur 2013-2020 passerait de -21 à -37%, soit moins de 1,5 milliards de quotas mis en circulation en 2020 (contre 1.7 milliards de quotas dans le scénario -20%).

²⁴ C'est-à-dire en supposant une répartition de l'effort de réduction entre les secteurs sous ETS et hors ETS équivalente à celle décidée pour la répartition de l'effort de -20%.

Le deuxième a trait à l'utilisation des crédits internationaux (URCE et URE)²⁵. Les règles quant à la quantité totale et au type de crédits liés aux mécanismes de projets qui pourront être utilisés par les entreprises assujetties à fins de conformité en phase III constituent un élément d'incertitude notable. Les règles de recours aux crédits issus des mécanismes de projet emporteront d'importantes conséquences sur le prix d'équilibre du marché européen du CO₂. L'utilisation de crédits internationaux a un effet mécaniquement baissier, le prix de ces crédits étant inférieur au prix des quotas, en raison des coûts d'abattement marginaux relativement plus faibles des projets d'atténuation mis en œuvre dans les pays en développement par rapport aux coûts marginaux d'abattement des secteurs couverts par le système d'échanges de quotas.

La troisième porte, enfin, sur le volume total de quotas qui sera mis aux enchères, fonction des modalités d'allocation gratuite des quotas. Cette dernière devra être fondée sur des référentiels *ex ante* ou *benchmarks*. La Commission doit adopter des règles harmonisées à l'échelle communautaire incluant les définitions des benchmarks pour le 31 décembre 2010. Les *benchmarks* sont définis par type de produit. Les règles en question emporteront de fortes conséquences : le caractère plus ou moins contraignant des *benchmarks* limitera le volume total de quotas attribués à titre gratuit, et donc le volume total de quotas mis aux enchères.

1.5 Le marché européen du CO₂ s'est progressivement financiarisé : le carbone pourrait devenir une nouvelle classe d'actif financier

Le marché européen du CO₂ est aujourd'hui un marché relativement simple de fonctionnement et de compréhension quant aux échanges qui y sont réalisés, structuré autour de l'exercice de conformité et des besoins de couverture des acteurs qui s'y rapportent. Les produits dérivés échangés sont, notamment, relativement standards. Le marché est majoritairement animé par un petit nombre d'acteurs relativement bien identifiés. .

La période récente a témoigné d'une financiarisation accrue du marché du CO₂. Le développement de produits financiers structuré a débuté, avec, par exemple, l'apparition de produits structurés, de type *Collateralized Debt Obligation*, permettant de « titriser » des portefeuilles de projets développés dans le cadre du Mécanisme de Développement Propre, présentant des niveaux de validation par le bureau international des Nations Unies, et donc

²⁵ Seront autorisés sur la période 2013-2020 le reste de crédits non utilisés sur la période 2008-2012 ou le restant d'une quantité correspondant au maximum à 11 % de l'allocation 2008-2012. A noter que la limite de 11 % peut être relevée pour les installations ayant reçu peu de quotas gratuits en phase II. Ces dispositions reviennent à plafonner la demande potentielle de crédits Kyoto au minimum à 1 510 Mt sur la période 2008-2020. Les nouveaux entrants (y compris de phase II n'ayant pas bénéficié d'allocations gratuites ni de la possibilité d'utiliser des CER/ERU en phase II) pourraient bénéficier d'un plafond d'utilisation de crédits d'au moins 4,5 % de leurs émissions vérifiées entre 2013 et 2020. L'aviation bénéficierait de la possibilité d'utiliser des crédits à hauteur d'au moins 1,5 % de ses émissions vérifiées sur la même période. En cas d'accord international le plafond de crédits utilisables serait augmenté jusqu'à 50 % des efforts additionnels de réduction. Ce pourcentage sera néanmoins rediscuté en codécision. Les crédits MDP acceptés, de « haute qualité », devront provenir des pays ayant signé l'accord international, ou étant reliés au marché européen et ce dès le 1^{er} janvier 2013. Les types de crédits utilisés en phase III pourraient être restreints avec ou sans accord international. Toute décision à ce sujet à compter du 1er janvier 2013 devra être effective entre 6 mois et 3 ans après sa promulgation. Les opérateurs devront déposer une demande auprès des autorités compétentes pour convertir les crédits en quotas de phase III avant le 31 mars 2015.

de risque, différents²⁶. Ce type de produits peut poser des problèmes de valorisation des risques et, si leur importance venait à croître de manière significative, emporter des risques de déstabilisation du marché lié. Dans le cas du CO₂, ce risque apparaît, de plus, accru par la faible maturité du marché sous-jacent qui pourrait accroître les problèmes de valorisation. Il est cependant manifeste que ce sujet n'est pas spécifique au marché du CO₂ et doit s'appréhender dans le contexte plus général de réflexion internationale sur le meilleur encadrement des opérations de titrisation.

Encadre n°4 – Les premiers produits structurés sur le CO₂

Les premiers projets de produits structurés sur le CO₂ ont été mis en place en deuxième phase du marché européen, et portent sur les crédits internationaux (URE et URCE).

A priori seuls trois montages de type Collateralized Debt Obligation (CDO) carbone ont été structurés en 2008 (Suisse et Afrique du Sud). Les turbulences sur les marchés engendrées par la faillite de Lehman Brothers fin 2008, et notamment l'effondrement du marché des « CDO classiques » a mis un terme à la structuration des CDO carbone.

Le mécanisme est le suivant :

Une banque d'investissement conclut des contrats d'achat d'URE à terme correspondant à des projets développés par différents originateurs. La banque monte ensuite un produit structuré de type CDO, adossé à un portefeuille de projets. Ce produit est proposé à des acteurs du marché dans le cadre d'un investissement privé.

Les investisseurs ayant souscrit aux tranches du CDO carbone reçoivent un paiement physique annuel pendant 4 ans (jusqu'en 2012) en URE, lequel correspond aux réductions des émissions réellement constatées chaque année, relatives aux différents projets du portefeuille. Le portefeuille n'est pas activement géré. Le CDO carbone se compose de 3 tranches subordonnées : la tranche A « senior » représente X% (<50%) des URE effectivement délivrés (avec rang de priorité sur les autres tranches) ; la tranche B « intermédiaire » représente X% (50%) des URE effectivement délivrés, après que les URE de la tranche A ont été distribués ; la tranche C « junior » correspond au volume d'URE restant, qui sont distribués après les tranches A et B.

Les investisseurs potentiellement intéressés par le CDO carbone se répartissent entre 4 types d'acteurs :

- les acteurs assujettis pour lesquels le CDO carbone permet de couvrir les risques relatifs au marché primaire et en particulier ceux qui n'ont ni les moyens, ni les compétences pour participer directement à la gestion de projets et qui peuvent acquérir par ce biais des URE, qui leur permettront, in fine, d'assurer leur propre conformité ;

- les acteurs financiers qui participent activement aux marchés du carbone. Le CDO carbone représente, pour ces participants, soit un instrument de couverture s'ils ont investi dans des projets, soit un instrument de spéculation, notamment s'ils souscrivent la tranche la plus risquée ;

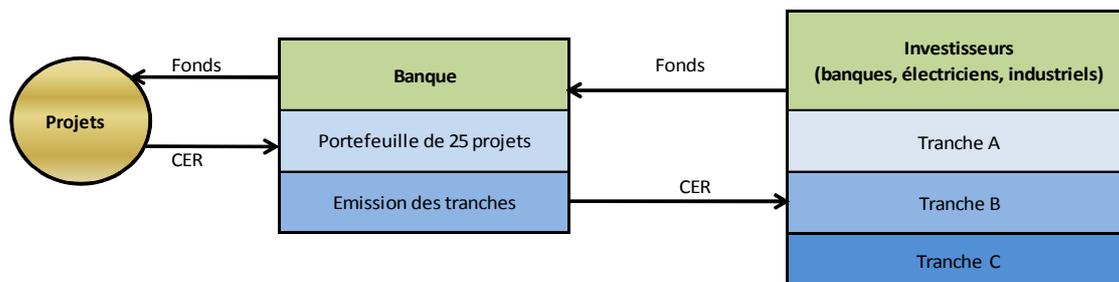
- les fonds carbone : ils réunissent les capitaux nécessaires au financement de projets issus du mécanisme de développement propre. Ces fonds peuvent avoir différentes stratégies.

²⁶ En pratique un produit de ce type combine deux types de risques : le risque de voir les projets invalidés et le risque de voir les projets déboucher sur des réductions d'émissions, et donc d'origination de crédits, plus faibles.

Certains ont vocation à fournir à des entreprises des crédits pour leur conformité, d'autres ont uniquement un objectif de plus value. Dans les deux cas, la tranche senior du CDO carbone peut constituer une source de crédits internationaux à moindre coût.

- dans une moindre mesure les hedge funds qui se sont spécialisés dans les projets issus du mécanisme de développement propre. Les hedge funds sont, notamment, susceptibles d'investir dans les tranches les plus juniors.

Schéma simplifié de montage d'un produit structuré sur les crédits internationaux



Source : Banque de France

Le portefeuille est composé de projets diversifiés autour de 4 axes : les pays d'origine, les technologies (hydroélectricité, gaz naturel, éolien, les combustibles organiques...) ; les stades de validation auprès des Nations Unies ; l'état d'élaboration du Project Design Document ; les consultants responsables de ces documents. A noter que des informations incomplètes dans le PDD entraînent des demandes de clarification de la part des Nations Unies, qui peuvent avoir une incidence importante sur les délais du projet. Dans ce contexte l'expérience et l'expertise du consultant est déterminante.

Pour un portefeuille de projets portant sur un montant de l'ordre de 10M d'URE (la banque d'investissement conserve dès l'origine une partie du produit), le montant total des transactions serait donc de l'ordre de 100M€ sur ce type de produits.

Par rapport à un produit structuré « classique », un CDO carbone de ce type présente plusieurs différences notables : le nombre de projets sélectionnés est relativement peu élevé, d'où un portefeuille fortement concentré, (à titre de comparaison la part de chaque signature dans un CDO classique est limitée en général à un niveau plus faible, typiquement 2 %) ; les agences de notation ne sont pas sollicitées pour évaluer le niveau de risque des tranches²⁷ ; la tranche la plus risquée a une taille plus importante que dans un CDO classique, où sa pondération ne dépasse généralement pas 10%.

Ce type de produit paraît particulièrement risqué en raison de la difficulté à évaluer les risques associés, peut-être même encore davantage que dans un CDO « classique » : le marché primaire des crédits internationaux étant très jeune, les données historiques disponibles ne sont pas assez étoffées pour permettre une mesure fiable de la probabilité de non réalisation des projets et de corrélations des risques. Les investisseurs intéressés par les CDO carbone ne sont a priori pas impliqués dans le montage de projets issus du mécanisme

²⁷ A noter que la première agence de notation consacrée au carbone a ainsi été créée en 2008, Carbon Rating Agency. Elle a pour objet de noter les projets issus des Mécanismes de Développement propre, en évaluant notamment la probabilité qu'un projet aboutisse et le montant de crédits carbone qu'il serait susceptible de générer.

de développement propre et ont par conséquent peu d'expertise dans l'évaluation des projets. La notation de ce type de produit n'étant pas disponible au niveau des agences de notation, le choix d'investissement dans ce type de produit requiert de la part des souscripteurs une confiance en l'expertise de la banque pour construire le portefeuille sous-jacent. On peut dès lors s'interroger sur leur capacité à modéliser ces produits et à développer des outils de gestion de risque appropriés.

Le développement des contrats d'option sur le marché européen du CO₂ témoigne également de la financiarisation de ce marché. Ce développement a été très rapide, les contrats d'options d'achat et de vente, échangés sur les marchés organisés en 2009, portant sur 434 millions de quotas, contre 57 millions en 2007²⁸ (soit une multiplication par plus de 7 des volumes en deux ans). Il montre la sophistication croissante des stratégies de couverture des acteurs de marché, qui dépassent la seule utilisation de contrats à terme.

De nouveaux investisseurs, participants traditionnels d'autres marchés financiers, *hedge funds* notamment, pourraient développer leurs activités sur le marché européen du CO₂. A cet égard, si l'incertitude réglementaire a probablement, et contribué à freiner la participation de ces acteurs au marché du CO₂, une telle évolution apparaît tout à fait probable dans l'avenir. Le marché du CO₂ présente, en effet, des « avantages » similaires à ceux ayant motivé l'intervention accrue des investisseurs sur les marchés de matières premières. En premier lieu, le quota de CO₂ constitue un actif de couverture contre l'inflation, au même titre que le pétrole. Ensuite, sa volatilité plus élevée, en comparaison avec des actifs financiers classiques²⁹, permet aux investisseurs d'obtenir des rendements plus élevés. Enfin, la nature fondamentalement haussière du marché, l'augmentation prévue de la contrainte devant logiquement conduire à une augmentation progressive du prix du CO₂, fait du quota un placement attractif.

La création d'indices carbone pourrait également encourager la participation d'investisseurs individuels au marché³⁰. La commercialisation d'instruments dérivés auprès de particuliers pose ainsi la question de la protection et de l'information de ces investisseurs, même si cette évolution peut sembler souhaitable à terme afin de favoriser des flux d'épargne privée vers des outils de lutte contre le changement climatique.

Ces évolutions peuvent sembler préoccupantes, tant elles peuvent apparaître en décalage potentiel avec l'objectif environnemental premier de ce marché. Il convient cependant de ne pas majorer les risques associés, ces anticipations ne se fondant notamment que sur l'analyse rétrospective de l'évolution de marchés proches, aucun n'étant cependant parfaitement équivalent à celui du carbone.

1.6 La capacité du marché européen du CO₂ à faire émerger un signal-prix du carbone robuste à long terme ne semble pas aujourd'hui assurée : les principaux paramètres de l'organisation du marché en phase III devraient être rapidement stabilisés

Sur la première phase (2005-2007), l'existence d'un contingentement des quantités de quotas européen du CO₂ a effectivement permis de réduire les émissions des secteurs

²⁸ Source : CDC Climat Recherche.

²⁹ Par exemple : actions, taux.

³⁰ En 2008 avait ainsi été lancé un indice ETF (fonds négociés en bourse dont l'évolution reproduit celle de l'indice qui leur est sous-jacent) aux États-Unis, dont le sous-jacent était la performance du prix des quotas européens. Cet ETF a cependant été liquidé en juillet 2009.

économiques assujettis, et ce en dépit de la volatilité du prix du CO₂ constatée. Selon les estimations réalisées par la CDC Climat Recherche, le seul assujettissement des 11 000 installations européennes concernées à un système de contingentement des émissions a effectivement réduit les rejets de gaz à effet de serre en Europe. Paradoxalement, cette réduction, de l'ordre de 50 à 100Mt, a eu lieu, alors même que le prix du quota a chuté vers zéro en fin de phase.

Néanmoins, au delà de son objectif premier de définition d'un plafond d'émission, la question de la capacité du marché européen du CO₂ à faire émerger un signal-prix de long terme suffisant pour induire les comportements d'investissement est posée. En effet, il est essentiel qu'au-delà du contingentement des émissions, le marché européen du CO₂ constitue un inducteur des investissements dans les technologies sobres en carbone.

A cet égard, plusieurs éléments, précédemment développés, mettent en question la capacité du marché à faire émerger ce signal-prix de long terme. Les écarts de prévision des analystes en témoignent. Il est intéressant de constater que le jeu naturel du marché ne semble pas, aujourd'hui, de nature à faire émerger sur 2013-2020 le niveau de prix minimum envisagé en France pour tenir l'engagement du « facteur 4 », soit une réduction de 75% des émissions en 2050 par rapport à 1990. Pour mémoire, rappelons que la commission Quinet³¹ avait estimé que pour tenir cet objectif, le prix d'une tonne de carbone devrait atteindre 100€ par tonne en 2030, soit 32 € en 2010 et 56€ en 2020. Au vu des prévisions existantes, il semble que le marché européen du CO₂ n'est pas aujourd'hui en mesure de faire émerger un signal-prix de ce niveau. A cet égard, de très nombreux industriels assujettis déclarent aujourd'hui réaliser leurs projections d'investissement à long terme en s'appuyant davantage sur la valeur tutélaire du carbone que sur les évolutions anticipées du prix de marché. Le même constat est aujourd'hui établi par les autorités britanniques, qui envisagent de relever le niveau d'une taxe existante, le *Climate Change Levy*, acquittée par l'ensemble des entreprises, y compris celles assujetties au marché européen des quotas, afin de lui faire jouer un rôle de « prix plancher » du CO₂.

Plusieurs voix se sont ainsi récemment élevées pour proposer une suppression pure et simple de l'instrument de marché au niveau européen, pour lui préférer un système de taxe étendu à l'ensemble de l'Union européenne. Il convient d'être ici extrêmement prudent : remettre en cause le marché européen du CO₂ pour le troquer contre un dispositif hypothétique ne paraît pas de bonne politique. La proposition de mettre en place un « prix plancher » du quota de CO₂ est également récurrente, afin de pallier l'incapacité supposée du marché à faire émerger un signal-prix de niveau suffisant. Les critiques adressées au marché du CO₂ portent sur deux points qu'il convient de distinguer : celui de la stabilité du prix et celui de son niveau et des incitations économiques qui en dérivent.

Il est impératif de traiter des causes fondamentales qui limitent la capacité du marché européen du CO₂ à faire émerger un signal-prix stable de long terme.

La question du niveau du prix du CO₂ renvoie, en premier lieu, à la contrainte carbone imposée aux acteurs, même si des dispositifs peuvent être envisagés pour limiter une incertitude d'ordre conjoncturel. Le niveau de prix du CO₂ résulte d'abord de la rareté organisée par le système de quotas et donc du plafond d'émissions fixé. Il dérive donc d'un paramètre lié au *cap* et non au *trade* et renvoie à la question de l'ambition suffisante des

³¹ QUINET (Alain), *La valeur tutélaire du carbone*, Centre d'Analyse Stratégique, Paris, avril 2009, 424 p.

objectifs de réduction fixés. Le faible niveau actuel du prix du CO₂, est ainsi essentiellement dû à l'impact de la crise économique sur les niveaux d'émissions, qui a mécaniquement allégé la contrainte imposée aux acteurs.

Néanmoins, cet effet conjoncturel pose la question de l'intérêt d'une garantie donnée aux acteurs, sous la forme d'un prix réglementaire minimum en deçà duquel le quota de CO₂ ne pourrait descendre, et qui pourrait progressivement augmenter dans le temps afin de refléter la nécessité d'une contrainte carbone accrue sur l'économie. D'un point de vue économique, comme le soulignait le rapport CHARPIN, ce type de proposition pourrait constituer une distorsion majeure du système de marché qui repose sur un contingentement des volumes en laissant le prix librement fluctuer. Par ailleurs, constatons que la proposition de « prix plancher » va souvent de pair avec celle de « prix plafond », qui ne trouve aucune justification environnementale, ni économique. La valeur d'incitation que représenterait ce mécanisme vis-à-vis des acteurs pourrait néanmoins être examinée.

En pratique, et aux yeux de certains observateurs étrangers, il pourrait prendre la forme de l'introduction d'un prix de réserve lors des adjudications, en deçà duquel l'adjudication serait annulée, les objectifs environnementaux étant, bien entendu, maintenus. La Commission européenne envisage d'ailleurs de laisser ouverte la possibilité d'introduire un prix de réserve, dans le cadre du règlement portant organisation des enchères, comme le rapport CHARPIN l'avait recommandé, l'objectif premier de cette disposition étant cependant de protéger les adjudications, et donc les revenus des Etats, de stratégies de manipulations des acteurs. Le système de prix de réserve présente l'avantage, par rapport à un « prix plancher » réglementaire introduit sur le marché secondaire, d'éviter une intervention de la puissance publique pour soutenir le prix. Même s'il ne couvre pas, par définition, le marché secondaire, il limiterait de fait, à la baisse, le prix du marché secondaire : si le prix sur le marché secondaire devient inférieur au prix de réserve, les acteurs n'ont plus intérêt à participer aux adjudications, ce qui entraîne une diminution de l'offre de quotas et par conséquent une remontée du prix. Si nécessaire, la mise en place d'un prix de réserve pourrait donc constituer une piste sérieuse pour assurer la stabilité de long-terme du signal-prix sur le marché européen du CO₂.

Si le marché du CO₂ doit être protégé contre une volatilité de court terme excessive, il est, avant tout, essentiel de stabiliser le cadre réglementaire : un signal-prix de long terme stable ne pourra pas émerger dans un contexte d'incertitude pesant sur les paramètres fondamentaux d'organisation du marché en phase III (2013-2020).

La définition, pour la phase III (2013-2020), d'un objectif européen et, surtout, la déposition des États membres de la capacité de fixer certains paramètres fondamentaux du marché, *via* les Plans Nationaux d'Allocation des Quotas (PNAQ), constituent à cet égard des progrès certains, tout comme l'allongement de la période d'échange. De la même manière, la disparition progressive des allocations gratuites au profit d'un système d'adjudication à titre onéreux augmentera son efficacité, en limitant certaines distorsions.

Pour autant, il est crucial que les éléments d'incertitude qui demeurent sur l'organisation du marché en phase III soient rapidement levés.

Le plus important d'entre eux porte sur le niveau global de la contrainte : d'après les dispositions du paquet climat énergie, il est fonction de l'état des négociations internationales, soit le caractère ou non satisfaisant de l'accord qui succédera au Protocole de Kyoto. Cette décision est toute politique et sujette à trop de paramètres extérieurs pour

que le présent rapport puisse formuler une recommandation à cet égard. Inversement, en raisonnant aujourd'hui à cadre constant (soit un objectif de réduction des émissions pour le marché européen de -21%), plusieurs paramètres majeurs du fonctionnement du marché demeurent indéfinis, et notamment l'organisation des adjudications, les modalités d'allocation gratuites des quotas et la transférabilité des crédits internationaux de phase II en phase III. Un processus de décision est prévu dans le cadre du paquet climat énergie : il conviendra d'être extrêmement attentif à éviter tout dérapage du calendrier d'ici à 2013. Il serait inenvisageable que les éléments majeurs de l'organisation du marché ne soient pas stabilisés au moins un an avant le démarrage de la troisième phase. La Commission européenne et les futures présidences du Conseil devront y veiller. Par ailleurs, il convient de s'assurer que ce processus soit le plus transparent possible, afin d'éviter au maximum la diffusion de fausses informations sur les évolutions réglementaires à venir, qui peuvent avoir un impact réel sur le marché européen du CO₂. Un effort particulier de la Commission européenne, responsable du processus de comitologie où ces décisions seront prises, est à cet égard nécessaire dans les années à venir.

Recommandation n°1 : stabiliser, en assurant une réelle transparence du processus de décision communautaire, les principaux paramètres d'organisation du marché en phase III avant 2012, et en particulier le niveau de contrainte général concernant les réductions d'émissions de gaz à effet de serre de l'Union européenne à l'horizon de 2020, les modalités de recours aux crédits internationaux, les modalités d'application des référentiels, ainsi que l'objet, les volumes et le calendrier des enchères.

L'objectif premier du marché européen du CO₂ est d'assurer à moindre coût le respect d'un objectif environnemental. A cet égard, dans la période récente, il semble que le fonctionnement du marché a permis d'atteindre cet objectif. Les variations de prix des quotas de CO₂ ont, dans l'ensemble, reflété les variations des fondamentaux, exception faite de chocs réglementaires qui ont pu mener à des pics de volatilité. Le marché dérivé, qui représente l'essentiel des transactions, semble avoir contribué à la révélation du signal-prix.

Pour autant, le marché européen du CO₂ va demain subir de profondes modifications, notamment en raison de nouvelles règles en phase III et de l'émergence du marché primaire. Il devra également faire face au développement attendu de l'intervention de nouveaux investisseurs, dont certains pourraient contribuer à une déconnection du prix du CO₂ de ses fondamentaux et majorer le risque de détournement du marché du CO₂ de son rôle premier d'instrument de lutte contre le changement climatique.

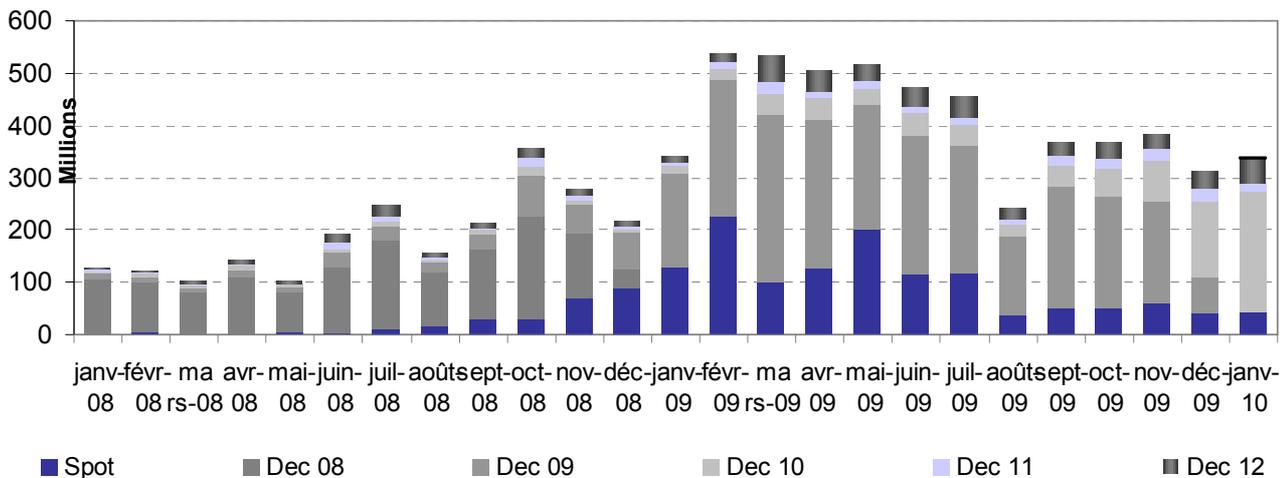
Le principal enjeu auquel doivent faire face les autorités publiques, demeure cependant la capacité du marché européen du CO₂ à faire émerger un signal-prix de long terme suffisamment robuste. A cet égard, la priorité est de stabiliser rapidement les principaux paramètres d'organisation du marché dans l'avenir. C'est en fonction de la réponse donnée à cette question fondamentale, que pourra être conçu un dispositif d'encadrement et de surveillance pertinent, garantissant un fonctionnement conforme à l'objectif originel.

2 Le marché du CO₂ est aujourd'hui principalement un marché de produits dérivés ; la structuration actuelle autour de marchés organisés doit être consolidée et le marché de gré à gré mieux encadré

2.1 A l'instar des marchés de produits de base, le marché européen du CO₂ est principalement un marché de dérivés, où la part des transactions au comptant est faible

Les transactions sur produits dérivés représentent de l'ordre de 85% des échanges sur le marché européen du CO₂³². Les transactions aujourd'hui réalisées se répartissent entre des échanges de quotas au comptant et des transactions de produits dérivés, dont les quotas européens de CO₂ constituent le sous-jacent : contrats à terme (*futures ou forwards*), *swaps*, ou options. Le marché européen du CO₂ est ainsi fortement financiarisé, évolution observable depuis plusieurs années sur les principaux marchés de produits de base, notamment énergétiques. La part relative entre le volume de transactions au comptant et le volume de transactions sur le marché dérivé est ainsi semblable à celle que l'on observe sur les marchés de produits de base (hors marchés pétroliers où ce ratio est de l'ordre de 1 à 35).

Graphique n°5 – Part des échanges de contrats à terme et de contrats au comptant sur les quotas européens de CO₂



Source: BlueNext, ECX, Reuters, EEX, Nordpool

Lecture du graphique: le marché européen du CO₂ se caractérise, dès l'origine, par une proportion écrasante des échanges de dérivés sur quotas, la part relative étant stable au-delà de 85% depuis le second semestre 2009. On observe cependant que la part du marché au comptant a fortement décru à compter de la fin du deuxième trimestre 2009, consécutivement à la découverte de la fraude à la TVA. A noter cependant, que ces données n'incluent pas les transactions en bilatéral pur, ce qui aboutit a priori, logiquement à minorer la part du marché dérivé par rapport au marché au comptant.

³² Ratio calculé sur le fondement des 4 derniers mois de l'année 2009, afin d'éviter la déformation du ratio engendré par la fraude à la TVA.

Encadré n°5 – Les différentes catégories de produits dérivés sur le CO₂

Les forwards : un forward est un accord contractuel entre deux contreparties, dans le cadre duquel l'une des contreparties s'engage à livrer ultérieurement à l'autre un certain volume de l'actif sous-jacent, à une date, éventuellement à un lieu de livraison, et à un prix fixé d'avance. Par exemple : l'industriel A s'engage à livrer 100 000 quotas au producteur d'électricité B le 25 février 2011 à un prix de 19€/par quota. Le terme forward désigne usuellement soit un contrat commercial à terme – i.e. un contrat à terme avec livraison physique et non compensé, soit un contrat financier à terme- i.e. un contrat à terme avec règlement en espèce ou compensé- négocié de gré à gré

Les futures : les contrats futures sont des contrats à terme fermes standardisés, échangés sur des marchés organisés. Sur le marché du CO₂, les contrats les plus liquides sont les contrats échangés sur ECX avec échéance le mois de décembre de l'année en cours jusqu'en 2013. Ils s'échangent par lots de 1000 quotas.

Les swaps : il s'agit d'un contrat de gré à gré d'échanges de flux financiers entre deux contreparties, ne donnant pas lieu à une livraison physique. Le swap le plus courant est un échange de prix fixe, déterminé à l'avance contre un prix variable. Par exemple, l'industriel A achète à la banque B un swap lui donnant droit à un transfert financier égal à la différence entre le prix de marché et 17€/t.

Les options : les options donnent le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre l'actif sous-jacent à un prix fixé d'avance. Les options se négocient aussi bien de gré à gré que sur des marchés organisés.

Les spreads : les spreads sont des produits qui correspondent à des différences de prix entre des contrats à terme de différentes maturités, ou entre des produits différents fongibles, par exemple entre quotas européens et crédits internationaux.

Le marché dérivé du CO₂ a une utilité économique certaine : il répond à un besoin de couverture des acteurs contre la volatilité du prix du CO₂ et assure la liquidité du marché. En permettant aux acteurs de fixer à l'avance un prix à l'achat ou à la vente, la fonction principale des dérivés est, en effet, d'assurer une protection contre les fluctuations de prix de l'actif support. Ils permettent aux acteurs qui souhaitent se prémunir contre cette volatilité de transférer ce risque à certaines catégories de participants au marché – principalement des acteurs financiers – qui l'assument en contrepartie d'une rémunération. Traditionnellement, le développement des dérivés sur un marché correspond donc à une volatilité de l'actif sous-jacent, perçue comme excessive. Ainsi, le premier instrument dérivé sur un produit de base énergétique, en l'occurrence le fioul lourd, a été créé en 1978, à une période marquant la fin de la stabilité des prix des produits pétroliers³³.

Sur le marché du CO₂, les besoins de couverture sont, et resteront, principalement, le fait des producteurs d'électricité. Néanmoins, les besoins de couverture des industriels augmenteront en phase III. Les producteurs d'électricité vendent en effet à l'avance une partie significative de leur production d'électricité. Le prix de vente étant ainsi fixé sur une partie des volumes, les producteurs d'électricité achètent en parallèle à l'avance les intrants de la production d'électricité (gaz, charbon, fioul), ainsi que les quotas de CO₂ nécessaires,

³³ LAUTIER (Delphin) et SIMON (Delphine), *Marchés dérivés de matières premières*, 3^{ème} édition, Economica, Paris, 550p.

afin de garantir leur niveau de marge. En phase II, en raison du choix par le Législateur d'un système d'allocation gratuite aux entreprises assujetties, les besoins de couverture sur les quotas de CO₂ portent uniquement sur le différentiel entre le niveau prévisionnel d'émissions et l'allocation gratuite de quotas. En phase III, en revanche, les producteurs d'électricité ne bénéficieront plus d'allocations gratuites et devront donc déployer leur stratégie de couverture sur un périmètre correspondant à la totalité de leurs émissions projetées. Le basculement progressif à une allocation à titre onéreux, pour les industriels, en phase III, les conduira à déployer une stratégie de couverture portant sur un périmètre partiel, mais croissant, de leurs émissions projetées.

Tableau n°5 – Part de la production d'électricité vendue à l'avance par RWE

<i>Année de production</i>	<i>Part de la production de RWE déjà vendue au premier trimestre 2010</i>
2010	>95%
2011	>70%
2012	>30%
2013	10%

Source : Deutsche Bank, RWE

Lecture du tableau : les producteurs d'électricité vendent à terme et à des horizons allant jusqu'à trois ans leur production d'électricité. Ainsi RWE a déjà vendu, à un prix déterminé, plus de 65% de l'électricité qu'elle prévoit de produire en 2011, plus de 30% de sa production attendue en 2012 et 10% de sa production attendue en 2013.

Il convient de noter que les volumes échangés sur le marché dérivé sont cependant très largement supérieurs à ceux initiés par les industriels en demande de couverture. Ils traduisent des stratégies d'optimisation dynamique des couvertures des producteurs d'électricité, mais également l'existence d'activités spéculatives. Les volumes échangés en 2009 sur le marché dérivé ont ainsi été de l'ordre de 4 milliards de tonnes, ce qui représente plus de cinq fois la somme des déficits des installations du secteur de l'électricité sur l'ensemble de la période 2009-2012, soit ~700Mt de tonnes³⁴. Cet écart traduit deux éléments de la stratégie des acteurs intervenant sur le marché. Premièrement, les entreprises assujetties les plus sophistiquées, en premier lieu les producteurs d'électricité, adoptent, par l'intermédiaire de leurs filiales de *trading*, des stratégies d'ajustement dynamique de leur couverture. Elles augmentent ou réduisent leur niveau de couverture – *i.e.* les volumes de quotas achetés à terme - en fonction de l'évolution, constatée ou anticipée, des prix du marché. Deuxièmement, certains acteurs interviennent sur le marché à des fins de *trading* pour compte propre, activités que l'on peut qualifier de purement spéculatives, contribuant *de facto* à la liquidité du marché. En l'absence d'accès aux données sur les transactions réalisées, il s'avère aujourd'hui impossible de chiffrer la part des échanges que représentent ces activités spéculatives.

L'importance des volumes échangés au regard des besoins sous-jacents n'est cependant pas une spécificité du marché du CO₂. Sur les marchés de matières premières les plus

³⁴ Deutsche Bank, *The Long and the Short of It: Power Sector Key to EUA & CER Prices*, 5 mai 2009.

liquides, les volumes échangés représentent plus de 10 fois le marché sous-jacent, considéré en termes de volume de production ou de consommation. Ce *ratio* est même largement supérieur (~35) sur le marché du pétrole, qui constitue un bon exemple de marché fortement financiarisé et liquide. Avec un *ratio* de 1 à 2,5 entre volumes des transactions réalisées et taille du marché sous-jacent – considéré ici comme le volume de quotas alloués, le marché du CO₂ demeure un marché modérément liquide au regard de certains marchés de matières premières.

2.2 Le marché européen du CO₂ s'est structuré autour de plates-formes de négociation organisées qui concentrent aujourd'hui la majorité des transactions

Le marché européen s'est librement et progressivement structuré autour de plates-formes de négociation standardisées, dont la part de marché a cru de manière significative depuis le démarrage de la deuxième phase (2008-2012). En 2007, les transactions de quotas européens sur les plates-formes de négociation représentaient de l'ordre de 30% des échanges en volume, avant de connaître une augmentation continue : elles représentent actuellement autour de 60% des volumes. Sur le marché des crédits internationaux, le gré à gré demeure en revanche majoritaire³⁵.

Le reste des transactions s'opère sur le marché de gré à gré, séparé en deux composantes : le marché de gré à gré passant par une chambre de compensation (OTC dit « compensé ») et le marché de gré à gré en bilatéral pur (OTC dit « bilatéral pur »). Une transaction de gré à gré est un accord contractuel conclu entre deux contreparties. Une telle transaction, si elle porte sur un instrument dérivé, génère pour chacune, un risque de crédit. En effet, dans le cas où l'une des deux ferait défaut et s'avèrerait incapable d'honorer ses engagements, l'autre pourrait se retrouver dans une position financièrement défavorable³⁶.

Afin de pallier ce risque, les deux contreparties peuvent mettre en place un système de dépôt de garantie et d'appels de marge, qui protège chacune d'entre-elles contre un défaut de l'autre³⁷.

Ce système dit de compensation peut s'appuyer sur une chambre de compensation, qui joue le rôle de contrepartie centrale pour l'ensemble des transactions, en s'interposant pour chaque transaction entre l'acheteur et le vendeur. Ce système est celui qui présente les plus fortes garanties en termes de transparence et de prévention du risque systémique, d'où sa promotion actuelle dans le cadre des recommandations internationales du G20 et du Conseil européen.

La compensation peut également être gérée directement entre les deux parties au contrat, système qui présente davantage de garanties qu'une transaction sur dérivés non compensée, mais qui n'offre pas les mêmes garanties en termes de transparence et de prévention des risques que le passage par une chambre de compensation.

³⁵ Sans même prendre en compte le gré à gré en bilatéral pur, pour lequel peu de données sont disponibles, le gré à gré *clearé* représentait lors du premier trimestre 2010 34% des volumes échangés contre 66% pour les plates-formes de négociation.

³⁶ Elle pourrait, par exemple, devoir acquérir sur le marché, à un prix plus élevé, un volume de quotas qu'elle avait auparavant acquis à terme à un prix plus faible auprès de la contrepartie ayant fait défaut.

³⁷ Sur le marché au comptant, un système de livraison contre paiement peut également être utilisé pour pallier au risque de contrepartie.

Outre la gestion de plates-formes de négociation de transactions au comptant ou d'instruments dérivés, plusieurs des entreprises de marché fournissent également des services d'enregistrement et de compensation sur les transactions de gré à gré (« OTC clearing »).

Encadré n°6 – Les appels de marge

Un système d'appels de marge peut être mis en place entre deux contreparties ou par l'intermédiaire d'une chambre de compensation, qui va permettre de mutualiser les risques mais également aux acteurs de compenser (« netter ») les appels de marge résultant des différentes transactions dans lesquelles ils sont engagés et donc de limiter les exigences de trésorerie.

Pour les contrats à terme fermes, la procédure d'appels de marges se décompose en un dépôt de marge initial, censé couvrir la perte maximum qui peut être subie en une journée sur le produit considéré, et en une succession d'appels de marges fonction de l'évolution du prix de l'actif sous-jacent. Ainsi, à titre illustratif et simplifié, pour une vente de contrat à terme de 100 quotas conclue au prix de 20€/t (donnée illustrative) à échéance 2012 et dont la variation maximale de prix en une journée est évaluée à 2€/t, chacune des parties à la transaction réalisera un dépôt de marge initial de 200€. Le prix servant de référence à la transaction est le prix des futures à échéance décembre 2012, échangés sur ECX. Lors de la première journée d'échanges, si le prix de référence augmente de 1€ en passant de 20€ à 21€, la contrepartie vendeuse va être appelée en marge pour un montant de 1€/t.

Dans l'hypothèse où le prix continuerait à augmenter de 1€/t le lendemain, et où la contrepartie vendeuse ferait défaut, l'acheteur serait obligé de revenir sur le marché pour acheter un contrat similaire au prix de 22€/t. Le système d'appel de marge permet, du moins en théorie, d'éliminer ce risque puisque l'acheteur sera de son côté crédité en marge quotidiennement. En cas de défaut du vendeur, la chambre de compensation pourra tout de même verser de quoi compenser les pertes en puisant dans le dépôt de garantie, qui couvrira l'évolution des prix le dernier jour, puisque calculé sur la base de la variation maximale possible en une journée.

Les échanges réalisés sur des plates-formes de négociation font systématiquement l'objet d'une compensation par une chambre de compensation.

La mise en place d'appels de marges nécessite de définir un prix de référence qui sert au calcul des appels de marges et suppose donc un certain degré de standardisation du contrat compensé.

Elle a également un coût financier, soit des coûts de trésorerie et des frais de gestion imposés aux participants, puisque ceux-ci doivent gérer quotidiennement leurs appels de marge en fonction de l'évolution du prix de référence.

En combinant les transactions réalisées sur les plates-formes de négociation et les transactions de gré à gré passant par une chambre de compensation, les marchés organisés³⁸ sur les quotas européens représentent aujourd'hui 85% des volumes échangés sur le marché du CO₂. Les transactions de gré à gré passant par une chambre de compensation représentent en effet de l'ordre de 25% des volumes échangés, les

³⁸ Entendus ici au sens large, i.e. intégrant les chambres de compensation indépendantes d'une plate-forme de négociation.

transactions de gré à gré en bilatéral pur ne représentant que près de 15% des volumes échangés³⁹. **Les plates-formes de négociation et les transactions de gré à gré répondent à des besoins différents sur le marché du CO₂.**

Les acteurs ont recours aux transactions de gré à gré pour accéder à des produits de couverture du risque ajustés à leurs besoins. Ce besoin de « sur-mesure » est moins justifié sur le marché du CO₂ que sur les autres marchés de produits de base, en raison de la forte standardisation du produit sous-jacent. Il n'existe en effet pas, sur le marché du CO₂, de différences de qualité, ou de différences quant aux points de livraison. Les besoins d'ajustement temporel sont limités, en raison du rythme annuel de fonctionnement du marché.

Le recours au gré à gré est cependant justifié par les opérateurs afin de réaliser des transactions sur des horizons de temps lointains, pour lesquels il n'existe pas de contrats à termes échangés sur les marchés organisés, ou pour lesquels la liquidité serait trop faible. Pour le marché du CO₂, il s'agit notamment des échéances portant au-delà de la fin de la phase II (après 2012) et des transactions portant sur les crédits internationaux, pour lesquelles la liquidité des plates-formes de négociation est trop faible. De plus, les acteurs ont recours au gré à gré afin de réaliser des transactions portant sur des volumes élevés, qui auraient, dans le cas où elles seraient réalisées sur une plate-forme de négociation, un impact significatif sur le prix du marché.

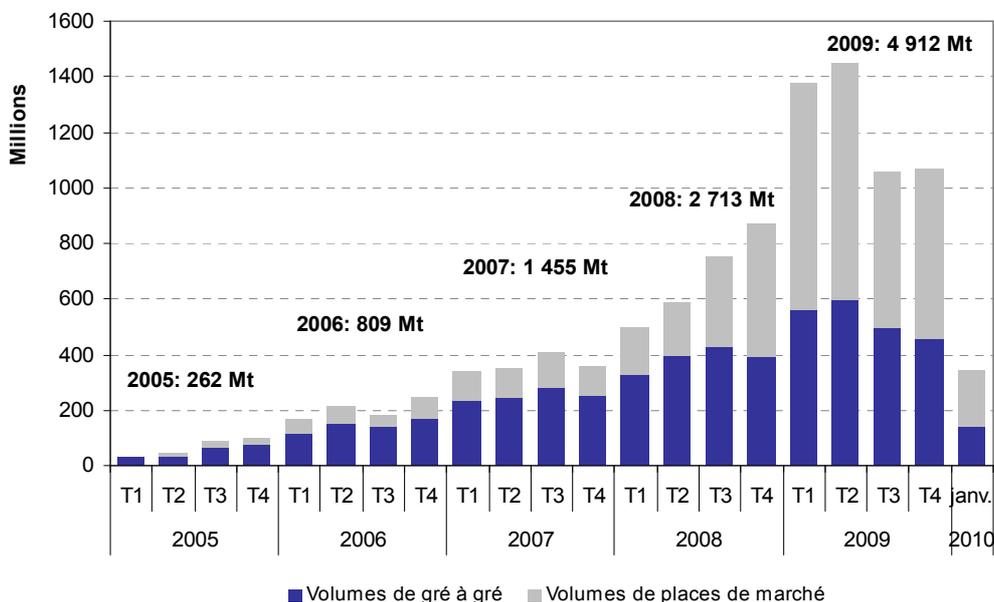
Enfin, les transactions de gré à gré sont considérées par les acteurs les moins sophistiqués, qu'il s'agisse du marché dérivé ou au comptant, comme une voie d'accès plus facile au marché qu'une intervention sur les marchés organisés.

En dépit de ces différents éléments de justification, il convient de replacer le recours au gré à gré, en et particulier au gré à gré réalisé en bilatéral pur et non compensé, dans le contexte de la crise financière qui a démontré les risques associés à ce type d'opérations, notamment quand elles représentent une part très significative du marché.

Les plates-formes de négociation donnent, quant à elles, accès à des produits standardisés et très liquides. Ils sont ainsi directement utilisés par les acteurs relativement sophistiqués pour gérer leur stratégie de couverture. Ils sont également utiles aux intermédiaires financiers, négociants de produits de couverture sur le marché de gré à gré, comme une source de liquidité pour couvrir leur exposition résiduelle.

³⁹ En l'absence d'un dispositif de *reporting* des transactions de gré à gré réalisées en bilatéral pur, cette évaluation ne constitue qu'une estimation par les acteurs du marché de l'importance de chaque compartiment.

Graphique n°6 – Part des échanges de gré à gré et des échanges sur plates-formes de négociation sur le marché des quotas européens de CO₂

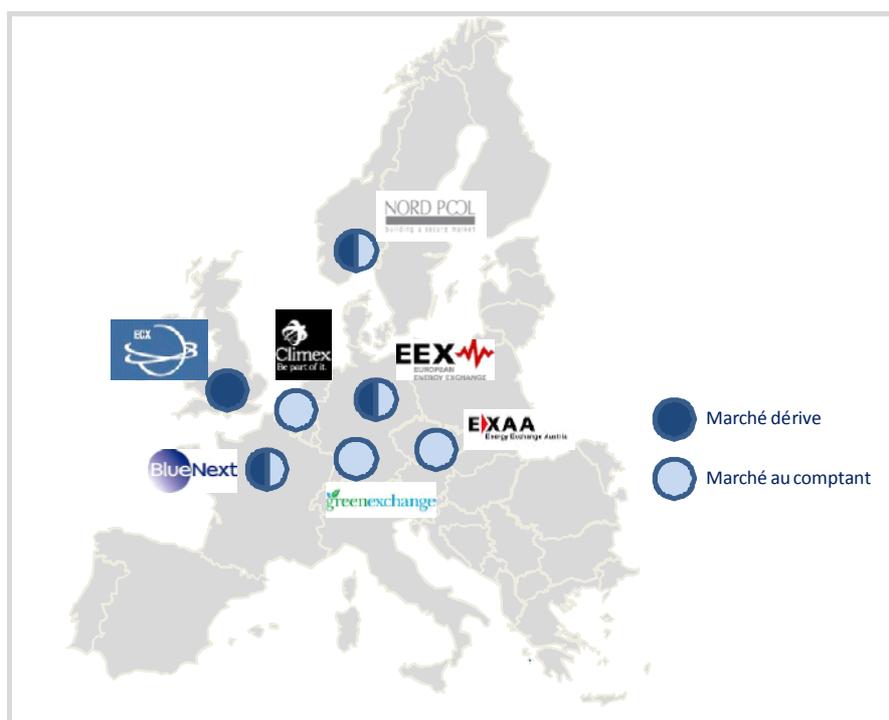


Source : Point Carbon

Lecture du graphique : la baisse relative de la part des échanges sur plates-formes de négociation à partir de la fin du deuxième trimestre 2010 est imputable à la baisse brutale du phénomène de fraude à la TVA, qui avait artificiellement fait augmenter les volumes échangés, en particulier sur les plates-formes d'échange au comptant.

Sept bourses de carbone ont été créées depuis le démarrage du marché en 2005. Trois sont uniquement actives sur le marché au comptant : *Climex* au Pays-Bas, *Green Market* en Allemagne et *EEXA* en Autriche. Trois autres ont développé à la fois un marché au comptant (*spot*) et un marché à terme (*futures*) : *BlueNext* en France, *EEX* en Allemagne et *Nordpool* en Norvège. Enfin, *ECX*, au Royaume-Uni a créé à côté d'un compartiment dérivé classique, un marché dit de « *spot-futures* » avec un règlement-livraison en J+2. Ce compartiment spécifique, qui s'apparente à un marché au comptant dans sa finalité, a, du fait d'un règlement-livraison différé, le statut de marché financier pour les autorités britanniques, en particulier le régulateur financier national (la *Financial Services Authority*).

Carte n°1 – Les marchés organisés du CO₂ en Europe



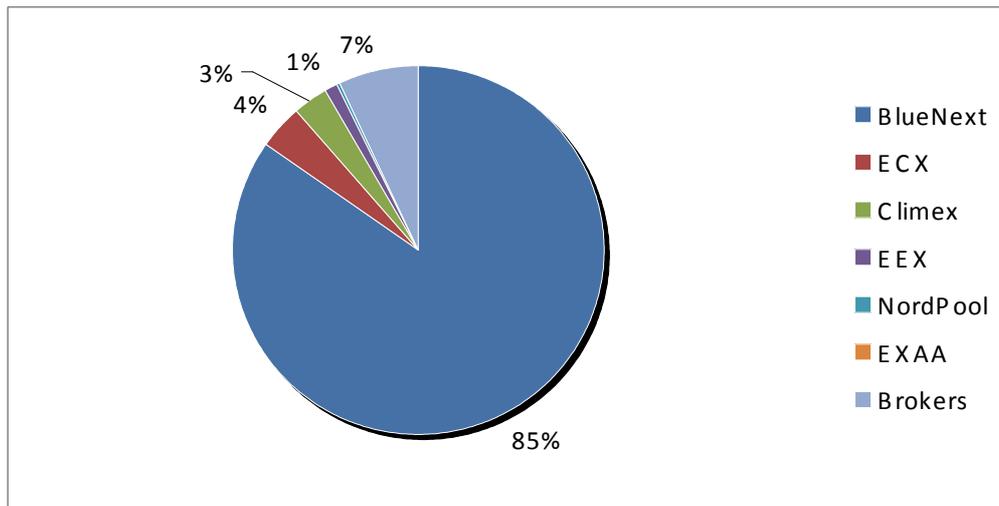
Source : BlueNext

Note : ECX est ici représenté comme un marché dérivé car même si un des produits échangés – le spot future remplit de facto le rôle d'un contrat au comptant, il s'agit de jure d'un contrat dérivé.

Cette fragmentation des systèmes d'échanges de quotas de CO₂ en Europe pourrait faire craindre une dispersion de la liquidité qui n'est qu'apparente. ECX concentre en effet l'essentiel des échanges observables sur les plates-formes de marché de dérivés, BlueNext ayant, quant à elle, capté la très grande majorité du marché au comptant européen. En raison de la prédominance des instruments dérivés, ECX représente, à elle seule, près de 90% des échanges réalisés sur les marchés organisés, tous produits confondus, en Europe. La place de Paris représente aujourd'hui avec BlueNext moins de 10% du total⁴⁰, mais dispose d'une situation de quasi-monopole sur le marché au comptant (85% des volumes). A elles deux, ECX et BlueNext concentrent 62% des membres participants à des échanges sur des plates-formes de négociation, contre 24% pour Nordpool (Norvège) et 14% pour EEX (Allemagne).

⁴⁰ En septembre 2009, les parts de marché respectives des différentes plates-formes, tous produits confondus, s'établissaient comme suit : ECX, 89,1% ; Bluenext 8% ; Nordpool 1,3%, Green Exchange 0,8%, EEX, 0,7% et Climex 0,1%.

Graphique n°7 – Parts de marché des lieux de négociation sur le marché au comptant



Source : BlueNext

Lecture du graphique : on relève que la part des brokers demeure relativement faible.

2.3 L'existence d'un marché de gré à gré apparaît inévitable : celui-ci devra être mieux encadré, en accord avec les principes définis par le G20 sur les marchés dérivés

La prépondérance des marchés organisés au sens large pour les transactions de quotas européens de CO₂ (plates-formes de négociations et « OTC compensé ») est un facteur de robustesse et de transparence, par rapport à d'autres marchés où l'essentiel des transactions est réalisé en gré à gré bilatéral pur. Cette structure s'explique, au moins en partie, par le niveau de standardisation élevé du marché européen du CO₂. Le marché européen des crédits internationaux reste en revanche majoritairement un marché de gré à gré.

La consolidation de la prépondérance des marchés organisés, et en particulier des plates-formes de négociation, sera, pour trois raisons, un facteur de sécurisation du marché. Premièrement, par le degré de standardisation des produits échangés, l'importance des volumes échangés et la réelle transparence des prix et des volumes qu'elles permettent, les plates-formes de négociation jouent un rôle fondamental de révélation du signal-prix. Deuxièmement, elles autorisent, grâce à la centralisation des données, une plus grande transparence sur les transactions réalisées par les acteurs. Troisièmement, en organisant le passage par une chambre de compensation, elles permettent un meilleur encadrement des risques de contrepartie et favorisent une limitation du risque systémique. A cet égard, le Sénat, dans sa résolution du 7 décembre 2009, appelait l'attention des autorités françaises sur l'intérêt qu'il pourrait y avoir à mettre en place d'une obligation de passage par une chambre de compensation pour toutes les transactions sur le marché européen du CO₂.

Il apparaît cependant inévitable de préserver la possibilité pour les acteurs du marché de conclure des transactions de gré à gré, sur le marché au comptant comme sur le marché dérivé.

Premièrement, sur le marché dérivé, le passage par une plate-forme d'échange ne permet pas de répondre aux besoins de couverture de certains acteurs pour les produits les moins

liquides, soit notamment dérivés sur crédits internationaux et les dérivés sur quotas européens avec livraison à une échéance lointaine. Par exemple, il ne s'échange aujourd'hui pas, sur les plates-formes de négociation, de contrats à terme avec des dates de règlement de livraison ultérieures à décembre 2014. Par ailleurs, la liquidité des « futures décembre 2013 et 2014 », échangés sur la plupart des plates-formes de négociation, est aujourd'hui faible. Par conséquent, un acteur souhaitant couvrir un projet d'investissement contre le risque de prix à horizon 2015, et au-delà, devra nécessairement passer par le marché de gré à gré.

Deuxièmement, la taille, standardisée, des lots échangés sur les marchés organisés, peut s'avérer trop élevée au regard des besoins de petits acteurs industriels.

Pour autant, le recours aux services de chambres de compensation est aujourd'hui conçu dans le cadre des réflexions internationales et européennes, comme le moyen d'une réforme profonde des marchés de gré à gré, y compris au bénéfice des acteurs les moins avertis. Dès lors, il paraît nécessaire de limiter au maximum les transactions en gré à gré opérées en bilatéral pur, alignant en cela les pratiques sur le marché européen du CO₂ sur les recommandations du G20, tout en tenant compte de certaines contraintes très spécifiques que ce marché fait peser sur les entreprises industrielles assujetties.

A noter, en ce sens, que le projet de loi des Sénateurs américains Feinstein et Snowe⁴¹ a fait le choix de proposer d'interdire le gré à gré sur le marché au comptant aux États-Unis. Cette proposition trouve son origine dans la totale standardisation du produit échangé et dans la volonté d'assurer une plus grande transparence sur les échanges et de protéger les acteurs du marché. Une telle mesure pourrait, néanmoins, freiner l'accès au marché des plus petits acteurs. Les protéger contre d'éventuelles contreparties peut prendre d'autres formes qu'une interdiction des transactions de gré à gré sur le marché au comptant, notamment l'édiction de règles plus strictes en matière d'encadrement des participants. De plus, l'impératif de transparence peut être réalisé par d'autres moyens que l'interdiction du gré à gré, à savoir par l'instauration d'un système de *reporting* sur les transactions de gré à gré.

Il est en effet essentiel de s'assurer, sur le marché de gré à gré, d'un niveau de transparence et, pour le marché dérivé en particulier, d'un encadrement des risques suffisants. Il ne s'agit cependant pas ici d'enjeux spécifiques au marché du CO₂, mais génériques à l'ensemble des marchés de dérivés et dont la crise financière a souligné l'acuité, en mettant en évidence les risques que faisaient peser certains marchés dérivés, essentiellement de gré à gré, sur la stabilité du système financier.

La réflexion sur l'encadrement du marché de gré à gré du CO₂ doit donc s'inscrire dans le cadre de la réflexion plus globale actuellement menée sur l'encadrement des produits dérivés et qui se fonde sur les grands principes définis par le G20 lors du sommet de Pittsburgh : i) obligation de passer par une plate-forme de négociation et par une chambre de compensation pour les contrats standardisés ; ii) obligation de *reporting* auprès de registres de transactions (*trade repositories*) des transactions de gré à gré sans compensation centrale et iii) exigences plus élevées de capital pour les contrats n'ayant pas fait l'objet d'une compensation centrale. Ces grandes orientations ont été reprises par la Commission européenne dans sa communication du 20 octobre 2009, qui présentait ses

⁴¹ ANNEXE VI – Les projets de loi américains sur la régulation du marché fédéral du CO₂.

axes de travail sur la régulation des marchés dérivés⁴². Dans un souci de cohérence avec les autres marchés de dérivés, il convient de veiller à la bonne application de ces recommandations pour le marché européen du CO₂.

Recommandation n°2 : appliquer au marché dérivé des quotas et crédits de CO₂ les mesures qui seront mises en place au niveau européen dans le cadre de la directive prévue mi-2010 sur les produits dérivés, suite à la communication de la Commission du 20 octobre 2009.

⁴² La Commission a notamment proposé le renforcement de la gestion du risque de contrepartie avec i) l'élaboration d'un cadre européen de régulation des chambres de compensation, avec des dispositions visant à garantir leur stabilité, leur solidité et leur bonne gouvernance ; ii) des obligations de recours à un système d'appel de marge pour les transactions de gré à gré ; iii) des exigences en capital plus élevées pour les contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale, afin de forcer à une meilleure évaluation du risque et afin d'inciter au passage par une compensation centrale. Elle propose également la création de registres centraux de données sur les transactions et obligations de déclaration de l'ensemble des transactions auprès de ces registres (transactions de gré à gré incluses), une standardisation au niveau européen du cadre juridique et opérationnel encadrant les marchés dérivés et une obligation de négociation des produits standardisés sur des plates-formes de négociation.

3 L'absence de qualification juridique homogène des quotas de CO₂ en Europe crée une incertitude et entraîne la fragmentation du cadre de régulation applicable : une requalification des quotas en instruments financiers ne semble toutefois pas pertinente

La principale difficulté d'appréhension juridique du quota naît de son « double usage », qui correspond au choix original de la puissance publique d'un mécanisme de marché de permis échangeables. Le quota de CO₂ constitue, en effet, à la fois un instrument réglementaire permettant de remplir les obligations environnementales imposées par le Système Européen d'Echanges de Quotas de Gaz à Effet de Serre (SCEQE), et un objet qui a vocation à s'échanger sur le territoire de l'Union européenne⁴³. Justifié par la théorie économique d'inspiration néo-classique, cette théorie du « double usage » des quotas représente une véritable gageure du point de vue juridique. Au point que la doctrine a pu considérer que ce nouvel objet juridique constituait pas moins qu'une « *révolution dans le mode traditionnel de relations entre l'administration et les administrés* »⁴⁴.

Le « double usage » des quotas pose à son tour la question de la traduction de cette « double nature » au sens juridique. Fort schématiquement, le quota de CO₂ s'apparente, à la fois, à une autorisation administrative, en lien avec l'objectif général de politique publique de réduction des émissions de gaz à effet de serre, et à un objet négociable, en lien avec l'objectif d'optimisation économique du dispositif. Le choix de la qualification juridique des quotas est, en un sens, fonction de l'importance respective que la puissance publique confère à chacun de ces deux objectifs. Par nature, le quota constitue un objet hybride à mi-chemin entre l'actif immatériel et le produit de base classique, auquel il s'apparente, en représentant une tonne de CO₂ physique.

Constat doit être fait qu'il n'existe aucun accord, en Europe ni dans le monde, sur ce qu'est un quota ou un crédit d'un point de vue juridique. Ni le droit conventionnel international, ni le Législateur communautaire ne s'y étant risqués, la définition de « bien meuble » constitutif d'un droit de propriété, retenue par le Législateur français n'est elle-même pas exempte de contradictions. Le droit connu s'est en effet retrouvé muet face à ce nouvel objet juridique, limitant le cadre de régulation applicable au marché européen du CO₂. Plus fondamentalement, une compréhension commune de ce qu'est un quota de CO₂ à l'échelle européenne et internationale, et une harmonisation juridique plus aboutie, semblent aujourd'hui nécessaires pour assurer le bon développement du marché.

⁴³ En application de l'article 12 de la directive 2003/87/CE et de l'article L229-14-II du Code de l'Environnement, les quotas peuvent être également détenus par des ressortissants de pays extérieurs à l'Union européenne, dès lors qu'ils sont mentionnés à l'Annexe B du Protocole de Kyoto, et à la double condition que les pays en question aient ratifié le Protocole et qu'un accord de reconnaissance mutuelle ait été conclu par l'Union européenne.

⁴⁴ GIULDJ (Sylvie), « Les quotas d'émission de gaz à effet de serre : la problématique de la nature juridique des quotas et ses implications en matière comptable et fiscale », in *Bulletin Joly Bourse*, 01 janvier 2004 n°1, p 22.

3.1 Dans le silence du droit conventionnel et communautaire, le Législateur national a fait le choix d'une qualification juridique protectrice à même d'assurer le développement des échanges

Paradoxalement, le marché européen et international du CO₂ s'est massivement développé, dans le contexte d'une absence notable d'harmonisation juridique du statut du quota de CO₂ et de son traitement comptable et fiscal.

3.1.1 Aucun instrument international de droit public ne définit aujourd'hui le quota de CO₂

Le droit conventionnel international est muet sur la qualification juridique du quota ou crédit de CO₂ : le Protocole de Kyoto, auquel est aujourd'hui adossé le système européen d'échanges de quotas⁴⁵, ne donne en effet pas de définition des quotas de CO₂. Tout juste prévoyait-il, à l'origine, en son article 17, que « *les parties visées à l'annexe B peuvent participer à des échanges de droits d'émission aux fins de remplir leurs engagements au titre de l'article 3. Tout échange de ce type vient en complément des mesures prises au niveau national pour remplir les engagements chiffrés de limitation et de réduction des émissions prévus dans cet article* ». Par la suite, les crédits internationaux échangeables dans le cadre du Protocole de Kyoto, les Unités de quantité attribuées (UQA) et les crédits issus des mécanismes de flexibilité (Unités de réduction des émissions – URE - et Unités certifiées de réduction des émissions – URCE), n'ont pas reçu de qualification juridique propre dans le cadre des conventions internationales⁴⁶. Cette situation de droit inédite a abouti à l'élaboration de solutions *ad hoc* par les acteurs du marché international pour permettre de formaliser les relations contractuelles sur les crédits internationaux. En pratique, le marché international de gré à gré des crédits issus des mécanismes de flexibilité s'est librement organisé sur le fondement de contrats standardisés, développés par les acteurs de marché dans le cadre de forums, ou d'associations professionnelles internationales. Exemple en est donné par les opérations menées par la Banque Mondiale pour le compte du Fonds pour l'Adaptation du Protocole de Kyoto.

Encadré n°7 – Les opérations de la Banque Mondiale pour le compte du Fonds pour l'Adaptation du Protocole de Kyoto

Etabli par les Accords de Marrakech (décision FCCC/10/CP.7/2001/13/Add.1 du 21 janvier 2002), le Fonds pour l'Adaptation du Protocole de Kyoto a pour objet le financement des actions d'adaptation dans les pays en développement. Le fonds est financé principalement par un mécanisme innovant, prenant la forme d'une taxe sur les crédits émis dans le cadre du mécanisme de développement propre du Protocole de Kyoto. En pratique, tout projet aboutissant à la délivrance d'Unité Certifiées de Réduction des Emissions (URCE) dans un pays en développement se voit appliquer une taxe de 2% - par exemple, un projet qui génère 100 t de réductions d'émissions additionnelles dans un pays en développement ne générera que 98 URCE au profit du porteur de projet.

Les crédits ainsi prélevés au titre du mécanisme sont transférés en pleine propriété au Fonds pour l'Adaptation. Le Fonds doit ensuite « monétiser » les crédits détenus, c'est-à-dire les

⁴⁵ Rappelons que le système européen est adossé au Protocole de Kyoto, *i.e.* : une partie des Unités de Quantités Attribuées (UQA) allouées aux États Parties à l'Annexe B du Protocole est convertie en quotas de gaz à effet de serre européens, pour la fraction des gaz à effet de serre qui correspondent aux émissions nationales des installations industrielles assujetties au système européen des permis d'émission.

⁴⁶ (Déc. 18/CP.7., ann. § 1(c)) (16).

vendre sur le marché international, afin de dégager des ressources servant à financer ses actions dans les pays en développement.

En application de la décision 28/CMP.1, la Banque Mondiale assure les fonctions d'administrateur fiduciaire du Fonds pour l'Adaptation. Elle assume donc, notamment, la responsabilité pratique des opérations de monétisation des crédits selon les principes agréés par le conseil du Fonds d'adaptation. La Banque Mondiale met ainsi en œuvre des opérations de cession, selon deux voies principales. Elle réalise tout d'abord la mise en vente des crédits en plusieurs opérations de faible volume (10 000 crédits par jour) sur des bourses. Choix ayant été fait de mener des opérations au comptant, la Banque Mondiale a choisi de passer par la plate-forme de marché offrant le plus de liquidité sur ce compartiment du marché du carbone, soit Bluenext. Dix opérations ont été réalisées à ce stade pour environ 2 millions de dollars. Ces opérations ne permettant de monétiser que de faibles quantités de crédits, la Banque Mondiale effectue également des opérations de cession de gré à gré (100 à 200 000 crédits par opération) en passant par des intermédiaires financiers, via une procédure de sélection compétitive. Les contreparties de la Banque, aujourd'hui Barclays et Merrill Lynch, réalisent des achats de crédits pour le compte de clients tiers, à objectif de prix donné, dans des conditions de transparence spécifiques. Ces opérations ont permis de rapporter plus de 18 millions de dollars.

Les opérations sur le marché carbone réalisées par la Banque Mondiale pour le compte du Fonds pour l'Adaptation

Month	Quantity	Price	Total Euro	Actual USD	Type	Dealer/Exchange	Settlement	Transaction Costs (Euro)		
								Per Trade (40)	Per Ton (.02)	Total
May	200,000	12.00	2,400,000.00	3,383,280.00	OTC	Barclays	Direct	-	-	-
May	200,000	12.10	2,420,000.00	3,411,474.00	OTC	Barclays	Direct	-	-	-
May	200,000	12.40	2,480,000.00	3,486,056.00	OTC	Barclays	Direct	-	-	-
June	100,000	11.40	1,140,000.00	1,594,632.00	OTC	Merrill Lynch	Direct	-	-	-
June	200,000	11.45	2,290,000.00	3,172,795.00	OTC	Merrill Lynch	Direct	-	-	-
June	200,000	11.50	2,300,000.00	3,186,650.00	OTC	Merrill Lynch	Direct	-	-	-
June	10,000	10.73	107,300.00	150,456.06	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
June	10,000	10.84	108,400.00	151,998.48	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
July	10,000	11.80	118,000.00	150,886.80	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
September	10,000	13.51	135,100.00	198,774.05	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
September	10,000	13.40	134,000.00	195,707.00	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
September	10,000	13.42	134,200.00	195,999.10	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
September	10,000	13.39	133,900.00	195,560.95	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
September	10,000	13.39	133,900.00	195,560.95	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
September	10,000	13.39	133,900.00	195,560.95	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
September	10,000	13.00	130,000.00	191,230.00	Exchange	BlueNext	BlueNext	40	200	240
Total	1,200,000		14,288,700.00	20,088,821.34				400	2,000	2,400

* 10,000 euros were deducted and not converted to USD for BlueNext Fees (left in CDC Account).

Source : Direction Générale du Trésor

En novembre 2009, la Banque mondiale avait ainsi monétisé 1,2 millions de crédits, pour un total de plus de 20 millions de dollars. En l'absence de toute qualification juridique des quotas, la Banque Mondiale s'est, dans les faits, appuyée, pour mener ces opérations, sur des contrats standardisés développés par une association professionnelle internationale reconnue, l'International Emissions Trading Association (IETA).

Les différents projets d'établissement de marchés régionaux ou nationaux du carbone dans le monde retiennent des qualifications juridiques des quotas hétérogènes, ou hésitent quant à la catégorie à laquelle les rattacher. L'Annexe VII fait, à cet égard, le bilan de l'état des réflexions sur la qualification juridique des quotas dans les principaux pays de l'OCDE et au sein des 27 États membres de l'Union européenne. On constate aujourd'hui que ni la Russie, ni la Corée du Sud, ni le Japon, ni les États-Unis, ni la Chine, n'ont fait de

choix marqué quant au régime juridique applicable aux quotas de CO₂. Seul le Brésil pourrait faire le choix de rapprocher explicitement les crédits issus des mécanismes de flexibilité du Protocole de Kyoto de la notion de valeurs mobilières. L’Australie semble, quant à elle, s’orienter vers le choix de faire des quotas des biens meubles, choix qui a été fait par la Nouvelle-Zélande. Les États-Unis semblent, enfin, tentés d’aller vers le maintien de l’ambiguïté entretenue dans le cadre du marché fédéral du SO₂, soit une dénomination prenant la forme d’une « autorisation d’émission ».

3.1.2 Il n’existe pas aujourd’hui de statut juridique harmonisé des quotas de CO₂ en Europe : la directive MIF a, cependant, défini le statut d’une partie des dérivés sur quotas, considérés comme des instruments financiers

Le Législateur européen n’a pas défini de statut juridique spécifique et harmonisé des quotas de CO₂ et des crédits internationaux. En effet, lors de son adoption, la directive 2003/87/CE du 13 octobre 2003 n’a pas fait le choix d’une qualification juridique du quota, qu’il s’agisse d’une qualification *ad hoc* ou du rattachement de ce nouvel objet à des catégories juridiques existantes. L’article 3 de la directive précitée dispose simplement qu’ : « *aux fins de la présente directive, on entend par : a) « quota », le quota autorisant à émettre une tonne d’équivalent-dioxyde de carbone au cours d’une période spécifiée, valable uniquement pour respecter les exigences de la présente directive, et transférable conformément aux dispositions de la présente directive* ». Il ressort des différents articles de la directive que le Législateur européen s’est contenté de définir les caractéristiques du quota de CO₂, soit :

- i) le monopole de la puissance publique quant à son émission ;
- ii) la tenue de la comptabilisation des mouvements par la puissance publique ou son délégataire ;
- iii) la durée de validité fixe et la restitution obligatoire partielle tous les ans aux autorités publiques ;
- iv) la détention obligatoire pour le maintien d’une activité industrielle ;
- v) la valeur patrimoniale du quota ;
- vi) la cessibilité à toute personne morale ou privée remplissant les conditions pour ouvrir un compte dans un registre national.

Le Législateur européen a donc laissé au principe de subsidiarité le soin de régler l’épineuse question juridique du statut du quota de CO₂. La modification de la directive 2003/87/CE dans le cadre du paquet climat énergie, adopté en décembre 2008, a laissé cette situation inchangée, et l’on ne trouve également pas trace de précisions sur la nature juridique des quotas dans les récentes communications de la Commission européenne.

L’absence de norme européenne a induit une certaine hétérogénéité du statut juridique des quotas de CO₂ entre les différents États membres de l’Union européenne, même si la plupart n’ont pas fait le choix d’une qualification juridique spécifique des quotas. On peut noter que plusieurs États européens ont fait un choix par défaut, *i.e.* une qualification du quota de CO₂ par rapport à ce qu’il n’est pas. Tel est notamment le cas de l’Allemagne fédérale où le Législateur a expressément confirmé que les quotas de CO₂ n’étaient pas des valeurs mobilières. Le Royaume-Uni a, quant à lui, fait le choix de ne pas qualifier spécifiquement les quotas de CO₂, se bornant à reprendre les termes employés dans la

législation primaire européenne, tout en soulignant le lien étroit qui existe entre l'objet « quotas » et le système fiscal. Seule la Roumanie a qualifié les quotas d'instruments financiers. De très nombreux États membres n'ont pas encore tranché la question : Bulgarie, Estonie, Finlande, Irlande, Lituanie, Pologne, Slovaquie, Italie, Slovénie, Suède. Seuls la Grèce et la Belgique ont rattaché les quotas à la catégorie des autorisations administratives. Enfin, l'Autriche, le Danemark, l'Espagne, Malte et les Pays-Bas ont fait le choix plus ou moins explicite de rattacher les quotas à la catégorie des biens.

Le statut d'une partie des dérivés sur quotas de CO₂ est cependant défini au niveau européen, ces produits ressortissant de la catégorie des instruments financiers aux termes de l'article 38 paragraphe 3 du règlement 1287/2006/CE du 10 août 2006, d'application de la directive MIF 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers⁴⁷, à la condition qu'ils vérifient l'une des caractéristiques suivantes :

- i) être réglables en espèces ;
- ii) être échangés sur un marché organisé ;
- iii) ou être assimilables à un contrat échangé sur un marché réglementé ou un SMN, être normalisés et faire l'objet d'une procédure de compensation, qu'elle se fonde sur une contrepartie centrale ou qu'elle soit réalisée de manière bilatérale⁴⁸.

On peut, cependant, noter que la législation primaire européenne n'est elle-même pas entièrement harmonisée, la directive MIF prévoyant des dispositions applicables aux « *autorisations d'émission* », alors même que la directive ETS 2003/87/CE parle de « *quotas autorisant à émettre une tonne d'équivalent dioxyde de carbone* ».

⁴⁷ « Aux fins de l'annexe I, section C, point 10, de la directive 2004/39/CE, un contrat dérivé ayant pour sous-jacent un des éléments visés à la dite section, dont les autorisations d'émissions [ajouté par nous] ou à l'article 39 est considéré comme ayant les caractéristiques des « autres instruments financiers dérivés » lorsqu'une des conditions suivantes est remplie :

- a) le règlement du contrat s'effectue en espèces ou peut être effectué en espèces à la demande de l'une ou de plusieurs des parties, autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident provoquant la résiliation;
- b) le contrat est négocié sur un marché réglementé ou un MTF;
- c) le contrat satisfait aux conditions fixées au paragraphe 1 (cf. note suivante)[ajouté par nous]

⁴⁸ Les conditions fixées par le paragraphe 1, auquel renvoie la troisième condition du paragraphe 3, sont les suivantes :

« a) il répond à l'un des jeux de critères suivants :

- i) il est négocié sur un système de négociation d'un pays tiers qui remplit une fonction analogue à celle d'un marché réglementé ou d'un MTF;
- ii) il prévoit expressément d'être négocié sur un marché réglementé, un MTF ou un système de négociation analogue d'un pays tiers, ou est soumis aux règles d'un tel marché ou système;
- iii) il stipule expressément être équivalent à un contrat négocié sur un marché réglementé, un MTF ou un système de négociation analogue d'un pays tiers;

b) il est compensé par un organisme de compensation ou par une autre entité remplissant les fonctions d'une contrepartie centrale, ou il existe des arrangements régissant le paiement ou la constitution d'une marge en relation avec le contrat ;

c) il est normalisé de telle sorte que, en particulier, le prix, le lot, la date de livraison ou d'autres conditions sont déterminés principalement par référence à des prix régulièrement publiés, à des lots standard ou à des dates de livraison standard.

En droit, et au regard de cette définition, les dérivés sur quotas de CO₂ ne remplissant pas les conditions mentionnées *supra*, relèvent de la catégorie des contrats commerciaux à terme, et non des instruments financiers.

3.1.3 *Le traitement comptable des quotas de CO₂ n'est pas harmonisé aux niveaux international et européen*

Il n'existe aujourd'hui aucune harmonisation du traitement comptable des quotas au niveau international. En effet, l'*International Accounting Standards Board* (IASB) n'a pas émis de recommandation spécifique sur le traitement comptable des quotas. En juin 2005, l'interprétation IFRIC 3 de décembre 2004 portant sur les droits d'émission a en effet été retirée par l'IASB. Ce retrait était la conséquence des problèmes posés par la qualification comptable retenue qui créait un problème de décalage entre actif (évalué à la juste valeur à l'origine, puis déprécié le cas échéant lorsque la valeur recouvrable était inférieure à la valeur comptable, modèle en général retenu par les entreprises pour le traitement de leurs immobilisations incorporelles) et passif (comptabilisé à la juste valeur des droits d'émissions à la date des émissions, pour les quotas à restituer, et au coût amorti, pour la subvention reçue). En l'espèce, la norme adoptée par l'IASB conduisait à avoir un actif valorisé au cours en vigueur sur le marché à la date d'attribution des droits et un passif valorisé selon les différents cours correspondants aux dates où les données d'émission d'une entreprise sont rendues publiques. L'encadré suivant synthétise de manière schématique l'approche qui était envisagée par l'IASB.

Encadré n°8 – Le traitement comptable des quotas de CO₂ envisagé par l'IASB en 2004

Quotas reçus gratuitement	Actifs incorporels non amortissables évalués à la juste valeur à la date d'attribution • Evaluation ultérieure : coût ou réévaluation en capitaux propres Subvention au passif reprise en résultat selon une méthode systématique
Quotas acquis	Actifs incorporels non amortissables évalués au prix d'acquisition • Evaluation ultérieure : coût ou réévaluation en capitaux propres
Obligation de « restituer » des quotas à hauteur des émissions de CO ₂	Provision évaluée à la juste valeur des quotas à la clôture (variations en résultat)
Restitution des quotas en N+1	Sortie de l'actif en contrepartie de la provision Solde en résultat si quotas évalués au coût

Source : Deloitte et Associés

En l'absence de référentiel international, plusieurs traitements comptables des quotas de CO₂ dans le bilan des entreprises peuvent être retenus, à la condition cependant d'être appliqués de manière cohérente et de faire l'objet d'une présentation en annexe de l'état des comptes. En lien avec le *Financial Accounting Standards Board*, l'IASB a relancé en 2009 une réflexion sur le traitement comptable des droits d'émission : une norme devrait à ce titre être rendue publique au deuxième semestre 2011.

La comptabilisation des instruments dérivés sur quotas est, en revanche, régie par les normes comptables internationales. En l'espèce, la norme IAS 39 prévoit une comptabilisation des dérivés sur quotas à la juste valeur tout en prévoyant deux exceptions :

- pour les contrats pour usage propre (« *own use* »), qui restent comptabilisés en hors bilan et donnent, éventuellement, lieu à provision ;
- pour les positions résultant d'opérations qualifiées de couverture (sous réserve d'une documentation stricte et de tests justifiant de la réalité de la couverture).

Ce régime d'exception est important pour les entreprises assujetties. Il leur permet d'éviter de voir le recours à des instruments dérivés sur quotas à seules fins de gestion de leur conformité, et non à des fins spéculatives, se traduire par des variations au compte de résultat – en évitant la comptabilisation de ces instruments à la juste valeur.

En France, le traitement comptable des quotas d'émission dans les comptes sociaux a fait l'objet d'un avis d'urgence du Comité des Normes Comptables (CNC) en 2004, et d'une recommandation en 2009⁴⁹. Le CNC a défini un schéma de comptabilisation en immobilisations incorporelles. L'allocation de quotas donne ainsi lieu à une valorisation à l'actif en immobilisations incorporelles à leur valeur vénale (valeur de marché à la date de l'allocation, nette des frais de cession), sans révision ultérieure de cette valeur vénale, sauf dépréciation. L'entreprise comptabilise en contrepartie, une subvention (enregistrée au coût amorti). Au fur et à mesure que les émissions de CO₂ de l'entreprise sont connues, cette dernière constate un passif correspondant aux quotas à restituer en fin d'exercice à l'État, en contrepartie d'une charge et reprend la subvention en résultat à due concurrence. Tant que les émissions de CO₂ restent limitées aux autorisations obtenues (égalité entre allocation de départ et émissions constatées), l'impact sur le résultat est donc neutre. Les quotas détenus restent valorisés à la valeur d'entrée (valeur vénale lors de leur attribution). En fin de plan pluriannuel les quotas à restituer issus de l'excédent de quotas gratuits sont perdus : cela n'a cependant pas d'incidence sur le résultat car ils sont couverts par la subvention restant à reprendre. L'entreprise peut aussi revendre ces quotas sur le marché afin d'éviter que des droits tombent en non valeur ; elle réalise alors une plus-value égale au prix de vente. Dans tous les autres cas, le solde (quotas non couverts) est valorisé à la valeur de marché. Cette solution a le principal mérite d'éviter que les entreprises ne voient leur compte de résultat impacté par les variations des prix du CO₂, ce qu'impliquerait notamment un traitement comptable des quotas à la juste valeur. L'encadré suivant synthétise de manière schématique l'approche retenue en France.

⁴⁹ Avis 2004-C du 23 mars 2004 du comité d'urgence du CNC et recommandation n°2009-R-02 du 5 mars 2009 du CNC.

Encadré n°9 – Le traitement comptable des quotas de CO₂ en France

Quotas reçus gratuitement	Actifs incorporels non amortissables évalués à la valeur de marché à la date d'attribution, comptabilisés par tranches annuelles Subvention au passif reprise en résultat au prorata des émissions et des cessions de quotas délivrés à titre gratuit
Quotas acquis	Actifs incorporels non amortissables évalués au prix d'acquisition
Obligation de « restituer » des quotas à hauteur des émissions de CO ₂	Provision évaluée pour le montant des quotas à l'actif Augmentée de la juste valeur des quotas qu'il faudra racheter si déficit, après prise en compte (pour une valeur nulle) des quotas à restituer qui seront issus des excédents de quotas gratuits sur la durée résiduelle du plan et non encore comptabilisés
Restitution des quotas en N+1	Sortie de l'actif en contrepartie de la provision

Source : Deloitte et Associés

Le cadre comptable applicable pourrait cependant être amené à évoluer. En effet, les normes applicables en France ont notamment été conçues dans le cadre d'une allocation gratuite des quotas aux entreprises. Le basculement pour certaines installations assujetties à une allocation à titre onéreux à compter de 2013 nécessitera, logiquement, une adaptation du cadre comptable applicable en droit national. Parallèlement, le cadre comptable national est aujourd'hui marqué par un double manque. En premier lieu, le statut comptable des opérations des dérivés sur quotas n'est pas précisé. Par ailleurs, les deux avis du CNC précités sont uniquement valables pour les quotas européens de gaz à effet de serre, et non pour les crédits internationaux (URE et URCE) issus des mécanismes de flexibilité du Protocole de Kyoto.

3.1.4 Le Législateur national français a fait le choix, unique en Europe, d'une qualification inspirée du droit civil, faisant bénéficier les quotas de CO₂ d'un droit existant et protecteur permettant le développement du marché

Objet hybride, le quota de CO₂ aurait pu être apparenté à des catégories juridiques connues différentes, comme en témoigne l'intense débat de doctrine qui eut lieu entre 2003 et 2005, lors de la transposition des directives européennes dans l'ordre juridique national. Il n'appartient pas au présent rapport de revenir en détail sur les catégories de rattachement envisageables qui ont d'emblée été écartées par la doctrine. Notons, à titre d'exemple, que le quota n'a pu être considéré comme un droit civil personnel *i.e.* un droit de créance, dès lors que le droit de créance est un droit patrimonial consistant en un lien de droit entre deux personnes en vertu duquel l'une, le créancier, titulaire du droit de créance, est en droit d'exiger quelque chose de l'autre, le débiteur. Dès lors que le quota ne confère

aucun droit sur le patrimoine de l'État en contrepartie de sa détention, le quota ne peut être considéré comme un droit de créance. Le tableau suivant se borne à retracer les catégories immédiatement exclues par la doctrine et les raisons de droit qui ont mené à les écarter.

Tableau n°6 – Le quota de CO₂ et les catégories juridiques existantes en droit français

<i>Catégories juridiques</i>	<i>Principales raisons qui ont amené à écarter un rattachement des quotas de CO₂ à ces catégories</i>
<i>Droit de propriété intellectuelle.</i>	<i>Le quota n'est pas défini par un monopole d'exploitation d'une œuvre intellectuelle pour le titulaire des droits.</i>
<i>Contrat (comme par exemple un contrat de livraison de matières premières, livrable à l'échéance du contrat).</i>	<i>Le quota n'est pas constitutif d'un droit de créance d'une partie sur une autre partie.</i>
<i>Titre de créance.</i>	<i>Le quota n'est pas représentatif d'une créance, même sur l'État.</i>
<i>Droit de créance (non matérialisé par un titre).</i>	<i>Le quota n'est pas représentatif d'une créance, même sur l'État.</i>
<i>Titres de capital.</i>	<i>Le quota ne donne pas droit, au prorata, au produit de la liquidation des actifs, ni au dividende.</i>

Source : rapporteurs d'après Denton, Wilde and Sapté

Ces catégories étant d'emblée et d'évidence exclues, l'interrogation a principalement porté sur le rattachement des quotas à trois types d'objets juridiques existants : les autorisations administratives, les instruments financiers et les biens meubles susceptibles de droit de propriété au sens du droit civil.

3.1.4.1 Le quota aurait pu être rattaché à la catégorie des autorisations administratives

La forte présence de la puissance publique à tous les stades des opérations sur quotas constitue une caractéristique juridique assez forte en faveur d'un rattachement à la catégorie assez lâche des autorisations administratives. Trois principaux arguments ont été mobilisés par les partisans de cette qualification.

Les quotas constituent la contrepartie d'obligations souveraines internationales de réduction des émissions d'un État sur son territoire. Le quota de CO₂ est ainsi consubstantiel aux obligations nationales et européennes prises en application des stipulations du Protocole de Kyoto.

Le quota de CO₂ peut être considéré comme un instrument de contingentement administratif, à savoir une autorisation intégrant une limitation de faire aussi bien en

quantité qu'en durée⁵⁰, autorisation qui présente cependant l'originalité d'une souplesse d'utilisation individuelle pour les assujettis, en raison de son caractère cessible.

Le quota de CO₂ a une fonction probatoire : il est en effet un élément constitutif de l'autorisation qu'a un exploitant industriel d'exercer son activité sur le territoire de l'Union européenne. Pour certains publicistes, les quotas de CO₂ ne sont donc pas détachables de l'autorisation permanente d'une exploitation polluante. A cet égard, il est notable que la plupart des installations concernées par le système européen d'échange des quotas de gaz à effet de serre relèvent également de la directive CE n°96/61 du 24 septembre 1996, relative à la prévention et à la réduction intégrées de la pollution, et donc, en droit national français, de la législation sur les installations classées pour la protection de l'environnement (ICPE) des articles L. 511-1 et suivants du Code de l'environnement⁵¹.

Le rattachement des quotas à la catégorie juridique des autorisations administratives trouvait donc plusieurs arguments de droit. Le caractère cessible des quotas n'aurait d'ailleurs pas constitué un obstacle à la qualification d'autorisation administrative, le juge administratif et civil français ayant de longue date reconnu le caractère échangeable de certaines autorisations administratives dans leurs jurisprudences respectives⁵².

Pendant, la qualification des quotas en autorisations administratives est apparue, à plusieurs égards, insatisfaisante. La propriété d'un quota de CO₂ ne constitue, en effet, que la conséquence d'une autorisation d'exploiter une installation assujettie au système d'échange de quotas et se différencie des autorisations administratives classiques qui conditionnent l'exercice d'une activité donnée. Le quota de CO₂ présente également la caractéristique de laisser le choix aux assujettis du mode de gestion de la contrainte administrative qui leur est imposée. Chaque entreprise a en effet la possibilité de réduire ses émissions et / ou d'acheter ou de céder des quotas aux autres intervenants sur le marché. En droit, ce point marque une différence de nature fondamentale avec les autres types d'autorisations administratives cessibles, en principe délivrées pour un usage déterminé, ce qui n'est pas le cas des quotas de CO₂. Ils peuvent, en effet, être acquis et cédés par quiconque, et, au choix de l'acquéreur, restitués ou non à l'État à fins de conformité en contrepartie d'émissions de CO₂ ou contre simple annulation. Enfin, une qualification des quotas européens en autorisation administrative aurait introduit une différence de nature de ces derniers avec les crédits internationaux. En effet, les crédits internationaux, dont la création résulte d'une réduction constatée d'émission de gaz à effet de serre, ne constituent pas des instruments de contingentement administratif, mais des instruments de flexibilité,

⁵⁰ Les tenants de cette thèse se réfèrent à l'interprétation donnée par le Conseil d'État de la nature des quotas laitiers dans le cadre de la Politique Agricole Commune (PAC), dans l'arrêt CE, *D'Hérouville*, 29 juillet 1994, considérant ces instruments comme une modalité de contingentement administratif de la production. Rappelons toutefois que les quotas laitiers ne sont pas cessibles.

⁵¹ La consanguinité juridique entre les deux systèmes est d'ailleurs attestée par la possibilité offerte par le droit communautaire aux États membres d'intégrer la procédure d'autorisation d'émission de gaz à effet de serre et celle prévue par la directive IPPC précitée. A cet égard, le Code de l'Environnement dispose que l'autorisation exigée par l'article L. 512-1 du Code de l'environnement « tient lieu » d'autorisation d'exercer une activité soumise au système d'échange (C. env., art. 229-6, mod.).

⁵² Voir notamment CAA, Nantes, 14 juin 2000, n°97NT00823, *Ministère de l'Environnement, Cahu* et CE, 26 février 1990, *Bambi Fruits, RFJ*, 4/1990, n°378, p. 252 en matière de cessions d'autorisations d'exploiter les Installations Classées pour la Protection de l'Environnement. Voir également, Cour de cassation, 4 mai 1983, Bull civ. III n°103.

pour les entreprises, dans le respect de ce contingentement : une qualification de ces actifs en autorisations administratives a donc pu apparaître comme peu légitime.

3.1.4.2 La qualification juridique des quotas en instruments financiers a été écartée, certains dérivés sur quotas entrant par contre dans cette catégorie

Le quota n'est pas un instrument financier, ni une valeur mobilière au titre du Code Monétaire et Financier. En effet, en application des articles L.211-1 et L.211-2 du code précité, les quotas sont insusceptibles de se rattacher à ces deux catégories. De manière générale, les quotas ne se rattachent pas aux instruments financiers tels que définis dans l'ordre juridique national, dès lors qu'ils ne donnent droit ni à un capital ni à des droits de vote, qu'ils ne constituent pas des créances sur un émetteur, qu'ils ne sont pas émis par des Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) et qu'ils ne sont pas des instruments à terme.

Le choix d'exclure les quotas de la catégorie des instruments financiers trouve son principal argument dans une différence de nature entre le quota et les objets juridiques décrits par le Code Monétaire et Financier. Divisée sur la question de la qualification juridique des quotas, la doctrine s'est révélée, sur ce point, unanime.

Le choix d'écarter la qualification en instrument financier a également répondu à un impératif politique : éviter d'assimiler *de facto* le principal instrument de la politique climatique européenne à un instrument financier au sens classique, associé à un régime juridique prévu pour s'appliquer à des opérations financières, et non à des opérations industrielles.

En revanche, le Code Monétaire et Financier prévoit expressément que les quotas pourront servir de base à des instruments financiers à terme. L'article D211-1 A dispose ainsi que : « *les contrats financiers mentionnés au III de l'article L. 211-1 sont : [...] 7. Les contrats d'options, contrat à terme fermes, contrats d'échanges, accords de taux futurs et tous autres quotas à termes relatifs à des variables climatiques, à des tarifs de fret, à des autorisations d'émission⁵³ [souligné par nous] ou à des taux d'inflation ou d'autres statistiques économiques officielles qui doivent être réglés en espèce ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident amenant la résiliation* ». Par ailleurs, aux termes de l'article 211-36-1 III: « *pour l'application du présent article, sont également des instruments financiers les contrats d'option, contrats à terme fermes et tous autres contrats à terme sur marchandises ou autorisations d'émission [souligné par nous] autres que ceux mentionnés au III de l'article L. 211-1, à condition qu'ils fassent l'objet d'un enregistrement par une chambre de compensation reconnue ou d'appels de couvertures périodiques.* » Il en résulte que les contrats à terme reposant sur des quotas d'émission relèvent du régime des instruments financiers décrit par les articles L. 431-1 et suivants du Code monétaire et financier. En introduisant cette disposition spécifique dans le Code Monétaire et Financier, le Législateur français prenait acte de la volonté du Législateur européen de constituer un marché ouvert aux intervenants extérieurs et à l'innovation financière, selon la logique d'efficacité économique ayant présidé à sa constitution.

⁵³ On notera que le Législateur financier a retenu les termes employés dans la directive MIF, sans harmonisation en droit national avec les dispositions du Code de l'Environnement.

3.1.4.3 Le Législateur français a fait le choix délibéré d'une qualification juridique du quota de CO₂ d'inspiration civiliste

Dans le cadre de l'ordonnance de transposition de la directive précitée, le Législateur français a défini les quotas européens à l'article L 229-15 du code de l'environnement comme des biens meubles : « I. – Les quotas d'émission de gaz à effet de serre délivrés aux exploitants d'installations autorisées à émettre ces gaz sont des biens meubles [souligné par nous] exclusivement matérialisés par une inscription au compte de leur détenteur dans le registre national mentionné à l'article L. 229-16. Ils sont négociables, transmissibles par virement de compte à compte et confèrent des droits identiques à leurs détenteurs. Ils peuvent être cédés dès leur délivrance sous réserve des dispositions du II de l'article L. 229-12 et de l'article L. 229-18. En application des dispositions du Code Civil, le quota de CO₂ est donc en France un bien meuble par détermination de la loi⁵⁴, objet d'un droit de propriété, inscrit en compte, négociable et conférant des droits identiques aux détenteurs.

Le Législateur a fait le choix de rattacher le quota européen de CO₂, ainsi que les crédits issus des mécanismes de flexibilité du Protocole de Kyoto (crédits internationaux URCE et URE), à une catégorie existante du droit civil, en faisant de ces quotas des biens, constitutif d'un droit de propriété. *A priori*, cette décision n'allait pas de soi et peut sembler relativement audacieuse, dès lors que les directives européennes ne qualifient même pas le quota de droit. Le quota de CO₂ se rapproche cependant *de facto* d'un bien en certaines de ses caractéristiques, compatibles avec les attributs légaux traditionnels de la propriété dans l'ordre juridique national : *l'usus*, qui s'exerce dans les limites des sujétions administratives (obligation de restitution des quotas) ; *l'abusus*, manifesté par le droit de céder à quiconque les quotas détenus ; le *fructus*, non praticable en l'espèce, dès lors que le quota lui-même ne produit pas de fruits, et ce à l'instar d'autres biens de consommation. Le quota remplit également les conditions du caractère saisissable des biens en application des procédures civiles d'exécution. Notons également que la durée de vie limitée du quota ne fait pas, à elle seule, obstacle à sa qualification juridique de bien, dès lors que le caractère perpétuel du droit de propriété n'est pas incompatible avec la limitation de sa validité dans le temps pour les biens consommables. Le principe de la perpétuité inhérent à celui de propriété n'interdit pas de concevoir des propriétés temporaires, qui ne durent qu'autant que leur objet subsiste. Le caractère précaire du quota n'est donc pas un obstacle à son appropriation.

Pour autant, le rapprochement entre quota de CO₂ et bien au sens du droit civil n'est pas évident, au-delà même du débat éthique que cette question a pu légitimement susciter, notamment relayé par certaines organisations non gouvernementales estimant qu'il n'était pas possible de confondre ainsi propriété et droit à polluer. Notons que le Législateur fédéral américain a ainsi volontairement exclu la possibilité de constituer un droit de propriété sur les quotas de SO₂, comme pour en mieux souligner le « contenu moral », tout en prévoyant cependant la possibilité de les transférer entre propriétaires et exploitants des installations concernées, ainsi que toute autre personne en détenant régulièrement⁵⁵. D'un strict point de vue juridique, qualifier le quota de CO₂ de bien peut, de plus, sembler critiquable à plusieurs titres. La doctrine publiciste a fait valoir un argument principal contre la qualification privatiste des quotas. L'État n'aurait ainsi pas pour vocation de créer des droits de propriété dans le cadre de l'exercice de sa mission de service public, justifiée par la

⁵⁴ L'article 516 du Code Civil dispose que « tous les biens sont meubles ou immeubles » et l'article 517 du même code indique que « les biens sont meubles par leur nature, ou par détermination de la loi ».

⁵⁵ *Clean Air Act* § 403 (b) [42 USC 7651 (b)].

protection de l'intérêt général, en l'espèce la lutte contre le réchauffement climatique. Le caractère cessible du quota ne permettrait pas d'en déduire la définition juridique substantielle de bien, la cessibilité n'étant qu'un élément accessoire du dispositif qui est, *d'abord*, la manifestation de la volonté de la puissance publique de limiter les émissions de gaz à effet de serre. Ainsi la constitution des quotas en bien, et l'ensemble des garanties liées à la propriété qui y est attaché, peut paraître en contradiction avec le pouvoir souverain de la puissance publique de décider, au nom de l'intérêt général, de revenir sur l'autorisation d'émettre conférée aux détenteurs de quotas. En constituant les quotas en droit de propriété, la puissance publique se limiterait ainsi d'elle-même dans sa capacité à modifier les objectifs de la politique climatique au cours du temps, puisque cela nécessiterait expropriation des détenteurs de quotas. A cet égard, on peut noter que la qualification des quotas en biens meubles emporte, par exemple, la conséquence pratique de l'assujettissement aux règles de l'expropriation et de la juste et nécessaire indemnité qui s'y rattachent au sens du droit civil⁵⁶. Ainsi, la doctrine publiciste a rejeté l'idée même de la possibilité d'une appropriation d'une autorisation administrative au sens du droit civil, préférant la qualification des quotas en « titre » administratif dont les entreprises assujetties seraient les titulaires. Le quota se rapprocherait dès lors d'un titre commercial, avec lequel il partagerait plusieurs caractéristiques, et notamment, ainsi que le note Patrick Thieffry⁵⁷ le formalisme des modalités d'allocation, l'abstraction par rapport aux conditions qui ont donné lieu à leur attribution, et enfin le fait que leur détenteur est le titulaire du droit qu'il confère.

Le choix du Législateur national a été principalement guidé par la volonté d'assurer la protection des échanges, en rattachant le quota de CO₂ au champ protecteur du droit civil existant. Le principal avantage de la qualification du quota en bien meuble est, en effet, d'assurer l'application de l'ensemble des dispositions du Code civil afférentes aux modalités de cession et de protection des biens. La cession de quotas au comptant s'opère en France selon le régime de la vente des biens, soit de gré à gré, soit à travers un intermédiaire (financier ou non), soit sur une plate-forme de négociation, dont les règles sont librement fixées par l'entité gestionnaire qui s'interpose entre le vendeur et l'acheteur selon ses règles propres. Notons, cependant, que le principe général d'application du régime classique de vente des biens aux quotas de CO₂ souffre un certain nombre d'exceptions. Ainsi, contrairement au droit commun, le transfert de propriété des quotas d'émission de gaz à effet de serre ne s'opère pas dans l'ordre juridique national par le seul effet de l'accord de volontés. En effet, le Code de l'environnement dispose que « *le transfert de propriété des quotas résulte de leur inscription, par le teneur du registre national, au compte du bénéficiaire (...)* » (Article. L. 229-15-I, al. 2 du Code de l'Environnement). Les grands principes du droit civil général en matière de propriété sont cependant applicables aux quotas. Par exemple, les quotas peuvent être cédés mais aussi, en tant que biens meubles incorporels, être nantis. A défaut de paiement de la dette garantie, le créancier pourra ainsi faire ordonner en justice la vente des quotas nantis ou leur maintien en paiement. Le choix du régime juridique de bien meuble semble ainsi avoir été de nature à rassurer les intervenants sur le marché du CO₂. S'il n'est pas possible d'établir un lien de cause à effet

⁵⁶ En pratique, à supposer que les règles européennes l'y autoriseraient, l'État français ne pourrait ainsi prononcer le retrait de quotas déjà délivrés à des installations assujetties en cours de période qu'à la condition expresse d'une indemnisation.

⁵⁷ THIEFFRY (Patrick), « La titrisation des quotas de gaz à effet de serre », in *Bulletin du droit de l'environnement industriel*, 2007.

direct entre les deux phénomènes, sans doute peut-on noter que c'est dans l'État membre ayant fait le choix de la catégorie juridique la plus protectrice des échanges de quotas que le marché au comptant s'est le plus développé dans les cinq dernières années.

3.2 *Au regard des règles de droit existantes, la majorité du marché dérivé entre dans le champ de la régulation financière, laissant le marché au comptant et le marché des contrats commerciaux à terme dans une situation de vide juridique : une requalification des quotas en instruments financiers ne semble cependant pas pertinente pour y remédier*

L'absence de qualification juridique des quotas au comptant en Europe emporte une conséquence de poids pour le régulateur : l'absence de toute règle d'encadrement de ce marché, en dehors de celles que se donnent librement ses participants. Se pose, dès lors, légitimement, la question d'une éventuelle requalification juridique des quotas qui permettrait de les intégrer aux modes de régulation existants en Europe.

3.2.1 Le marché au comptant du CO₂ et le marché des contrats commerciaux à terme est exempt de toute régulation et surveillance organisée par les autorités publiques

En application des règles de droit positif existantes à l'échelon communautaire et, partant, dans l'ordre juridique national, la plus large fraction du marché dérivé des quotas entre dans le cadre de régulation éprouvé des marchés financiers. Le cadre de régulation européen des marchés financiers repose aujourd'hui principalement sur un diptyque : la directive relative aux marchés d'instruments financiers dite directive MIF (directive 2004/39/CE du 21 avril 2004⁵⁸ et la directive abus de marché, dite directive MAD - *Market Abuse Directive* (MAD) (directive 2003/6/CE du 3 décembre 2002)⁵⁹. Seuls les dérivés sur quotas ayant la qualification d'instruments financiers entrent aujourd'hui dans le champ de la régulation financière définie par les directives précitées. Les marchés financiers hors marchés réglementés sont, de plus, couverts de manière variable par leurs dispositions respectives. Ainsi, en France, *Bluenext Derivatives*, qui n'est pas un marché réglementé mais un Système Multilatéral de Négociation, n'est couvert ni par la directive MAD, ni par les obligations de transmission ou de publication de données sur les transactions prévues par la directive MIF⁶⁰. Le cadre de régulation européen des marchés financiers ne s'applique donc qu'à une partie des transactions observables sur le marché du CO₂, transactions qui représentent aujourd'hui, il est vrai, l'essentiel des échanges en Europe.

Le marché au comptant et des contrats commerciaux à terme n'entre ainsi pas, aujourd'hui, dans le champ des dispositions des directives financières. Elles ne lui sont, par

⁵⁸ Cette directive poursuit deux objectifs principaux : protéger les investisseurs et l'intégrité des marchés financiers, en fixant des exigences harmonisées pour l'activité des intermédiaires agréés et promouvoir l'équité, la transparence, l'efficacité et l'intégration des marchés financiers. La qualification de prestataires de services d'investissement des entités proposant des services pour compte de tiers sur des instruments financiers entraîne, de plus, l'application à ces entités, de même qu'aux établissements de crédit non PSI, de la directive Anti Money Laundering (AML) (directive 2005/60/CE du 26 octobre 2005), qui impose aux entités qualifiées – en particulier entreprises d'investissements et établissements de crédits – des obligations générales de vigilance à l'égard de leur clientèle.

⁵⁹ Elle établit une définition des abus de marchés et définit un régime de prévention de ceux-ci. Cette directive s'applique uniquement aux instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé d'au moins un des États Membres.

⁶⁰ Ses règles de marché sont néanmoins proches de celles d'un Marché Réglementé.

définition, pas directement applicables, dès lors que ni les quotas au comptant, ni les contrats commerciaux à terme, n'ont reçu la qualification juridique d'instruments financiers. Parallèlement, aucune des directives précitées, et aucun de leurs instruments de transposition dans l'ordre juridique national, ne prévoit une extension de certaines des dispositions établissant le cadre de régulation financière européen au marché au comptant des quotas. Cette situation paraît doublement problématique : le marché au comptant et le marché des contrats commerciaux à terme se trouvent *de jure* quasiment vierges de règles publiques permettant de le protéger contre les abus de marché, la fraude et le blanchiment, ou de garantir un traitement équitable aux différents acteurs. En raison de l'étroite liaison entre marché au comptant et dérivé, l'absence de règles sur le premier est également de nature à fragiliser la régulation et la surveillance du second. On constate d'ailleurs que certains pays ont fait le choix de pallier cette situation par des voies détournées : au Royaume-Uni, la plate-forme de marché ECX (groupe ICE) autorise ainsi des opérations sur quota avec règlement-livraison au-delà de 48h, ce qui a permis, après avis positif de la *Financial Services Authority*, de considérer ces opérations comme des opérations sur instruments dérivés, et de leur appliquer les règles afférentes.

3.2.2 La requalification des quotas en instruments financiers conduirait à soumettre l'ensemble du marché du CO₂ au cadre éprouvé de la réglementation financière, mais devrait s'accompagner de nombreuses dérogations et constituerait un réel changement de paradigme pour le marché du CO₂

3.2.2.1 Face à la situation de vide juridique constatée sur le marché au comptant, une option consisterait à envisager une requalification juridique des quotas en instruments financiers

Le quota de CO₂ et certains instruments financiers partagent facialement plusieurs caractéristiques. Au regard du Code Monétaire et Financier, les titres financiers se définissent au regard de trois critères juridiques principaux. Ils sont émis par une personne morale de droit public ou de droit privé, la détention du titre conférant à son propriétaire des droits d'ordre financiers sur l'émetteur, par exemple des droits à revenu ou droits à dividende. Le caractère exclusif de l'émission par une personne désignée, en l'espèce les États pour les quotas de CO₂, est ainsi un facteur de convergence avec les instruments financiers. Le quota se rapproche également d'un titre en raison de sa nature scripturale : le quota n'est matérialisé que par une inscription en compte - inscription qui est à la fois substance du droit de propriété du quota et preuve de ce droit, puisqu'il y a attachement du transfert de propriété à l'inscription au compte de l'acheteur, selon le principe de l'individualisation des biens fongibles. Comme un titre financier, un quota est enfin un instrument négociable. Au regard de ces trois critères, il serait tentant de rapprocher quota de CO₂ et valeur mobilière, par exemple. Cela serait cependant ignorer une différence de nature fondamentale entre les quotas et les instruments financiers : la détention d'un quota de CO₂ ne confère pas de droits financiers sur l'émetteur, en l'espèce l'État. Cette différence de nature juridique apparaît fondamentale pour interdire une pure et simple assimilation des quotas de CO₂ à une catégorie d'instruments financiers existante. Si cette solution était retenue, elle nécessiterait *a minima* la création d'une nouvelle sous-catégorie d'instruments financiers au sens de l'article L 211-1 du Code Monétaire et Financier.

Une requalification en instruments financiers présenterait l'avantage d'une immédiate applicabilité du cadre éprouvé de la réglementation financière au marché du CO₂. En

première analyse, cette solution semble présenter un certain nombre d'avantages. Elle est de plus relativement simple de mise en œuvre : elle nécessiterait l'adjonction des quotas de CO₂ à la liste des instruments financiers visés à l'Annexe I de la directive MIF, dans le cadre de sa révision envisagée en 2010.

3.2.2.2 Les conséquences juridiques et pratiques d'une requalification des quotas en instruments financiers doivent cependant conduire à exclure cette solution

Une requalification des quotas de CO₂ constituerait un véritable changement de paradigme pour le marché européen, qui deviendrait *de facto* un compartiment du marché financier européen. Un choix de cet ordre est évidemment de nature politique. Il convient cependant d'en appréhender les conséquences pratiques. La requalification des quotas de CO₂ en instruments financiers emporterait l'applicabilité de l'ensemble du *corpus* de la réglementation financière au marché européen du CO₂. L'Annexe VIII synthétise l'ensemble des règles aujourd'hui applicables aux instruments financiers, mais non applicables aux quotas de CO₂. Au regard, de cette analyse, trois principaux éléments de constat se dégagent.

De larges pans de la réglementation financière applicable aux instruments financiers ne seraient pas pertinents dans le cas des quotas de CO₂, notamment s'ils étaient assimilés à des titres. Le cas le plus topique est sans conteste celui du corpus « Prospectus », qui a pour objet principal la bonne information du public dans le cadre de l'offre au public de titres financiers. De la même manière, l'ensemble des dispositions applicables en matière d'Offres Publiques d'Acquisition semble entièrement inadapté à l'objet « quota ». Dès lors, une requalification des quotas de CO₂ en instruments financiers nécessiterait, en pratique, un très important travail de toilettage de la réglementation financière communautaire et nationale applicable, pour déterminer au cas par cas la pertinence de l'application de ces dispositions aux quotas de CO₂. Il est clair notamment que les dispositions du Code de Commerce relatives aux valeurs mobilières, lesquelles sont définies comme des titres financiers qui confèrent des droits identiques par catégorie, ne pourraient pas être étendues aux quotas. Le Législateur se mettrait donc en situation de devoir constituer un régime d'exception au sein de la réglementation financière applicable, qui présente aujourd'hui l'intérêt d'une relative cohérence d'ensemble.

Une requalification juridique des quotas de CO₂ en instruments financiers aurait aussi des conséquences pour la gestion de leur « conformité-carbone » par les entreprises assujetties. Il convient, en effet, de rappeler que la réglementation financière a été élaborée pour s'appliquer à des opérateurs financiers, et non à des opérateurs industriels. La plupart des industriels ajustent aujourd'hui leurs besoins de quotas sur le marché au comptant dans le cadre de la mise en conformité. En dehors de toute opération financière réalisée sur des quotas, il peut sembler disproportionné de les assujettir à l'ensemble des règles applicables au maniement d'instruments financiers. Par ailleurs, en droit national, la requalification en instrument financier emporterait l'application de l'ensemble du droit du post-marché, sans qu'il soit réellement adapté, et alors même que celui-ci n'est pas encore harmonisé en droit européen.

La requalification des quotas de CO₂ en instruments financiers n'emporterait pas nécessairement de conséquence sur le cadre comptable applicable au plan international : si elle avait lieu, cette modification pourrait s'avérer cependant préjudiciable pour les

entreprises assujetties au regard de la norme nationale. En effet, en normes internationales, la nature comptable d'un objet ne se fonde pas sur sa nature juridique, mais sur les droits et obligations qui s'y rattachent. Une requalification des quotas en instruments financiers, au niveau du droit communautaire comme national, n'entraînerait donc pas automatiquement une requalification des quotas en actifs financiers en termes comptables. Pour pouvoir être qualifiés d'actifs financiers au sens des normes IFRS, les quotas d'émission de gaz à effet de serre devraient en effet répondre à la définition d'un actif financier selon la norme comptable IAS 32.11⁶¹. Les quotas ne respectant intrinsèquement, de par les droits et obligations qu'ils confèrent, aucun des critères justifiant d'une qualification comptable en actif financier, leur requalification en actifs financiers en norme internationale semble improbable. Cependant, la norme comptable nationale dérivant plus directement du droit existant, une requalification juridique des quotas en instruments financiers pourrait entraîner une modification du traitement applicable en comptabilité nationale et une disjonction de fond entre la norme internationale et la norme nationale.

Dans l'hypothèse, théorique, où une requalification des quotas en instruments financiers emporterait une modification de leur traitement comptable, les conséquences pratiques pourraient être significatives pour les entreprises assujetties, qui verraient leur compte de résultat exposé à la volatilité induite par un traitement de l'exposition nette à la juste valeur, comme le détaille l'encadré suivant.

⁶¹ Au titre de la norme IAS 32 est considéré comme un actif financier au sens comptable « tout actif qui est : a) de la trésorerie ; b) un instrument de capitaux propres (*i.e* action ou autre) d'une autre entité ; c) un droit contractuel i) de recevoir d'une autre entité de la trésorerie ou un autre actif financier ou ii) d'échanger des actifs ou des passifs financiers avec une autre entité à des conditions potentiellement favorables à l'entité, ou d) un instrument qui sera ou pourra être réglé en instruments de capitaux propres de l'entité elle-même et qui est : un instrument non dérivé pour lequel l'entité est ou pourrait être tenue de recevoir un nombre variable d'instruments de capitaux propres de l'entité elle-même ; ou un instrument dérivé qui sera ou pourra être réglé autrement que par l'échange d'un montant fixé d'instruments de capitaux propres de l'entité elle-même (...). Les quotas à effet de serre ne relèvent pas du a) (ils ne sont pas de la trésorerie) ni du b) (ils ne sont pas des actions), ni du d) (ils ne sont pas des instruments réglés en actions propres de l'entité). Reste donc le c). Mais l'instrument en lui-même ne donne pas droit à recevoir de la trésorerie (seulement à éteindre une obligation correspondant à un nombre de quotas émis). Le quota est certes négociable contre de la trésorerie sur un marché actif (comme une action), mais ne correspond pas toutefois à la notion de contrat d'achat ou de vente d'un instrument non financier (IAS 39.5). Ce qui est échangé est le quota lui-même et non pas un droit d'acheter ou de vendre à terme un quota de CO₂. La qualification d'actifs financiers au sens des normes IFRS apparaît donc difficile (d'où a priori la voie des immobilisations incorporelles retenue par l'IFRIC et l'IASB).

Encadré n°10 – Les conséquences potentielles d'une requalification des quotas de CO₂ en instruments financiers au point de vue comptable

La qualification des quotas en actifs financiers au sens des normes comptables IFRS, entraînerait, au moins jusqu'en 2013, l'application de la norme IAS 39, sauf à ce que l'Union européenne adopte effectivement la norme IFRS 9 (publiée le 12 novembre 2009) et qui a vocation à substituer à la précédente et que l'entreprise décide alors de l'appliquer par anticipation.

A l'actif :

A priori, dans les deux cas (IAS 39 ou IFRS 9), les quotas attribués, s'ils étaient qualifiés d'instruments financiers, seraient comptabilisés à leur juste valeur au bilan. En effet, il y a peu de chance qu'ils puissent être enregistrés au coût amorti selon la norme IAS 39, les catégories Placements détenus jusqu'à leur échéance/HTM et Prêts et créances leur étant interdites parce que n'ayant pas de paiements déterminés ou déterminables (HTM) et/ou étant cotés sur un marché actif (Prêts et créances). Il en serait de même selon IFRS 9, les quotas d'émission à effet de serre ne répondant pas à la définition d'un prêt classique (à savoir un actif donnant droit à des dates prédéterminées à des flux de trésorerie correspondant uniquement au paiement du principal et des intérêts sur ce principal.

En conséquence :

Selon IAS 39 : dans le cas où les quotas seraient détenus et non utilisés à des fins de spéculation, leur variation de valeur seraient enregistrées en capitaux propres - sauf dépréciation éventuelle qui, dans ce cas, affecterait le résultat. Dans le cas où les quotas seraient détenus à des fins de spéculation, la variation de valeur serait retranscrite dans le compte de résultat.

Selon IFRS 9, qu'ils soient détenus ou non à des fins de spéculation, les quotas seraient enregistrés par défaut à la juste valeur et par le compte de résultat. En effet, n'étant pas non plus des instruments de capitaux propres, ils ne pourraient bénéficier de la méthode alternative permettant un enregistrement de leurs variations de juste valeur en capitaux propres.

Enfin, s'ils étaient considérés comme des dérivés, ils seraient évalués à la juste valeur par le compte de résultat, sauf à être qualifiés d'instruments de couverture.

Au passif :

En ce qui concerne les passifs relatifs aux émissions effectives, ils répondraient à la définition d'un passif financier. En effet, selon IAS 32.11 « est un passif financier, tout passif qui est une obligation contractuelle de remettre à une autre entité, de la trésorerie ou un autre actif financier (...) ». Selon IAS 39, ces passifs n'étant pas émis avec une intention de spéculation seraient, par défaut, évalués au coût amorti. Toutefois, leur prix de remboursement étant variable, il pourrait y avoir un dérivé incorporé à enregistrer de manière séparée. A défaut, leur Taux d'Intérêt Effectif initial devrait faire l'objet de ré-estimations périodiques entraînant un réajustement de leur valeur nette comptable. L'entreprise pourrait également, sur option, les évaluer à la juste valeur par le compte de résultat, notamment pour obtenir une symétrie d'enregistrement avec les droits d'émission détenus à l'actif (également évalués à la juste valeur par le compte de résultat, dans ce cas).

Bilan :

Si les quotas acquis ou reçus et enregistrés à l'actif et les passifs correspondants aux émissions effectives sont qualifiés d'instruments financiers, les entreprises pourraient choisir (afin d'éviter un décalage comptable entre un actif valorisé à la juste valeur par résultat, ou par Other Comprehensive Income⁶², et un passif valorisé au coût amorti) d'appliquer l'option avec une valorisation à la juste valeur par résultat à la fois aux droits détenus à l'actif et aux quotas à restituer enregistrés au passif en dettes financières. Cette option permettrait de traiter l'ensemble de la position, y compris les éventuels dérivés pris en couverture selon la méthode de juste valeur par résultat avec comme corollaire, la volatilité que cela entraînerait en cas d'exposition nette significative.

Source : PricewaterhouseCooper

La requalification des quotas en actifs financiers se traduirait donc d'un point de vue comptable par une exposition du résultat des entreprises assujetties à la volatilité des cours des quotas de CO₂, qui ne serait pas nécessairement représentative de l'activité et de l'état financier de l'entreprise et ce alors même que leur participation au marché européen de quotas est le résultat d'une obligation réglementaire.

La requalification juridique des quotas de CO₂ en instruments financiers paraît donc disproportionnée dans ses conséquences au regard de l'objectif poursuivi, à savoir un meilleur encadrement du marché au comptant et du marché des contrats commerciaux à terme. Il convient, en effet, de rappeler que le marché au comptant représente, dans les faits, moins de 15% des échanges des quotas de CO₂ en valeur nominale sur le marché européen. Le positionnement particulier de la place de Paris sur le marché au comptant ne doit pas aboutir, par un effet de loupe déformant, à surestimer les risques, et partant, à la solution extrême d'une requalification en instruments financiers. A cet égard, bâtir de toutes pièces un régime d'exception pour les quotas de CO₂ au sein du régime complexe de la régulation financière européenne semble disproportionné. Alors même que la plupart de nos partenaires européens ne se sont pas risqués à une qualification juridique des quotas, porter l'idée d'une requalification en instruments financiers au niveau communautaire semblerait de plus difficilement réalisable à court terme, pour peu que cette solution soit réellement praticable.

La construction d'un cadre de régulation adapté s'appuyant sur les différents éléments pertinents de la réglementation financière, et du cadre de régulation en construction sur les marchés de l'énergie, semble donc préférable. Dès lors qu'une partie de la réglementation financière et de la réglementation des marchés de l'énergie, ou de certains de leurs principes, semble d'application pertinente sur les composantes du marché du CO₂ n'ayant pas le statut de marchés d'instruments financiers (*i.e.* le marché au comptant du CO₂ et le marché des contrats commerciaux à terme), il convient de retenir une approche proportionnée en sélectionnant, de manière ciblée, les dispositions pertinentes. La construction de ce cadre de régulation adapté pourra se faire par deux voies : soit par l'extension du champ d'application des directives existantes, soit par l'intermédiaire de véhicules législatifs spécifiques. C'est sur ce fondement que sont élaborées les recommandations principales du présent rapport.

⁶² Les « *Other Comprehensive Income* » sont constitués de variations de valeur d'actifs ou de passifs de l'entreprise, directement enregistrées en capitaux propres.

Recommandation n°3 : exclure une qualification des quotas en instruments financiers et prévoir une régulation du marché européen du CO₂ fondée sur un cadre adapté à ses spécificités.

3.3 Une harmonisation du droit des quotas de CO₂ est nécessaire pour accompagner le développement de ces marchés, assurer leur stabilité et parer au risque d'arbitrages réglementaires

3.3.1 Une harmonisation au niveau communautaire du statut juridique du quota et des règles fiscales qui y sont liées est souhaitable avant l'entrée du marché dans sa troisième phase

L'absence d'harmonisation du droit des quotas de CO₂ en Europe nuit à la stabilité du marché.

L'absence de qualification juridique européenne des quotas, et les conséquences comptables et fiscales qui s'y rattachent, n'a certes pas empêché le marché européen du CO₂ de se développer. Le libre choix laissé aujourd'hui aux États quant au droit applicable au marché au comptant du CO₂ apparaît cependant, aujourd'hui, doublement problématique. En premier lieu, il est un facteur d'incertitude pour les acteurs, et notamment les entreprises assujetties, dans le contexte d'un marché où la stabilité réglementaire est d'une importance primordiale, comme en témoigne l'extrême sensibilité des prix aux « chocs » réglementaires. En deuxième lieu, il est de nature à favoriser des comportements d'optimisation juridique et fiscale de la part de certains États membres à des fins stratégiques. L'exemple roumain récent en témoigne : le 23 février 2010, l'homologue roumain de l'Autorité des Marchés Financiers a décidé la requalification juridique des quotas de CO₂ en instruments financiers. Cette décision a été immédiatement interprétée par les acteurs de marché comme une mesure d'optimisation fiscale, aux fins de développement d'une plate-forme d'échange nationale, *Sibex*, les échanges d'instruments financiers étant exemptés de TVA.

Le libre développement du marché des crédits volontaires présente également des risques. Ces crédits ne relèvent en effet pas du marché réglementaire. Juridiquement, ils ne disposent pas, contrairement aux quotas européens et internationaux, d'assise en droit international. Ils peuvent présenter des garanties d'intégrité environnementale faibles, car certains ne sont pas soumis à des procédures de vérification de droit public, ou aussi robustes, permettant d'attester qu'ils correspondent bien à des tonnes de CO₂ évitées. A cet égard, la confusion entre le marché réglementaire et le marché volontaire présente des risques. Si les différentes catégories de crédits relevaient du même statut juridique, cela pourrait porter atteinte à la perception de l'intégrité du marché réglementaire lui-même.

Cependant, l'absence de statut juridique et comptable des crédits volontaires présente également des risques pour leurs utilisateurs potentiels, *i.e.* des entreprises non nécessairement assujetties au système européen d'échange des quotas de gaz à effet de serre, mais souhaitant engager une politique de réduction de leurs émissions. Une réflexion sur leur statut juridique et comptable devrait donc être engagée, au niveau communautaire, voire international.

Une harmonisation communautaire du statut juridique du quota de CO₂ et de son traitement fiscal devrait être engagée. A cet égard, il semble nécessaire que la Commission européenne soit en mesure de proposer une harmonisation juridique du statut des quotas de CO₂ avant l'entrée du marché dans sa troisième phase à compter de 2013.

Il paraît difficile de se prononcer aujourd’hui sur la qualification juridique du quota de CO₂ qui devrait être retenue au niveau communautaire. Aucun rapprochement des quotas de CO₂ avec des catégories juridiques existantes n’est entièrement satisfaisant. La qualification retenue par le Législateur français a pu constituer un élément appréciable de sécurisation des transactions au comptant, mais pourrait ne pas être perçue comme pertinente par certains de nos partenaires européens.

Il convient, en effet, de replacer ce débat dans le contexte plus global de la multiplication des instruments apparentés en matière environnementale. Plusieurs États membres ont, par exemple, développé dans le domaine environnemental des mécanismes proches, par exemple le système des certificats d’économie d’énergie, instauré notamment au Royaume-Uni ou en France. Hors le domaine environnemental au sens strict, dans le cadre de la politique commune de la pêche, a été récemment posée la question de rendre les quotas de prise cessibles. Conséquence heureuse du bon fonctionnement du marché européen du CO₂ et de la démonstration qu’il a pu faire de sa capacité à réduire les émissions de gaz à effet de serre en Europe, de nouveaux instruments du même type pourraient se développer dans l’avenir. La doctrine a d’ailleurs fait le constat de cette multiplication d’« autorisations administratives cessibles », qui se moulent parfois avec difficulté dans les catégories juridiques existantes. La question dépasse, dès lors, celle du seul droit relatif aux quotas de CO₂ en Europe et peut offrir l’opportunité de créer une nouvelle catégorie juridique susceptible d’appréhender la spécificité de ces mécanismes au regard des catégories existantes du droit. Ainsi, il semblerait hasardeux de trancher aujourd’hui prématurément ce débat de fond en proposant le simple rattachement des quotas de CO₂ au niveau communautaire à une catégorie juridique existante.

Recommandation n°4 : demander à la Commission européenne de proposer une harmonisation du statut juridique des quotas de CO₂ et des crédits internationaux, en Europe, d’ici l’entrée du marché européen du CO₂ dans sa troisième phase, en inscrivant ces travaux dans le cadre d’une réflexion plus large sur le traitement juridique des instruments d’action publique dans le domaine environnemental.

3.3.2 *Il est nécessaire de conduire une action diplomatique résolue en 2010 pour éliminer tout risque de fraude à la TVA sur le CO₂ en Europe*

L’année 2009 a été marquée par une fraude importante à la TVA sur le marché européen du CO₂.

En pratique, ces agissements ont pris la forme d’un « carrousel », dont le mécanisme est exposé dans l’encadré suivant.

Encadré n°11 – Le mécanisme de fraude à la TVA sur le marché européen du carbone en 2009

Le mécanisme en jeu a été celui d’une fraude à la TVA de type « carrousel », qui se fonde sur le régime fiscal applicable aux transactions transfrontalières entre deux pays de l’Union européenne. Les entités incriminées acquéraient des volumes élevés de quotas auprès de fournisseurs établis dans un autre État membre avant de les revendre sur le marché national : l’acquisition extérieure des droits donnait lieu à collecte et déduction immédiate de la taxe par l’acquéreur, selon la procédure d’autoliquidation, c’est-à-dire sans décaissement effectif accompagnant la déclaration de TVA.

Lors de la revente du quota au profit d'un acquéreur établi sur le marché national, il était très aisé pour un revendeur de facturer cette taxe sans la verser au Trésor public de l'État membre concerné. N'ayant pas de TVA d'amont à imputer, la taxe ainsi éludée, mais qui lui avait été normalement payée par son client (en général un courtier), constituait pour lui un pur profit s'il pouvait disparaître sans laisser de trace. Quant à l'administration, elle ne disposait d'aucun moyen de recoupement immédiat permettant d'assurer le suivi des acquisitions de quotas par des opérateurs établis en France et d'intervenir en temps utile. Cette fraude était rendue d'autant plus aisée que les quotas d'émissions sont des droits incorporels dont la circulation est particulièrement facile à organiser à raison de leur nature immatérielle – les contrôles étant rendus plus aisés dans le cas d'échanges de bien matériels, notamment soumis à des déclarations d'exportations et pouvant faire l'objet de vérification sur les livraisons physiques.

La fraude s'est avérée d'autant plus efficace que la liquidité du marché a permis de réaliser rapidement des opérations portant sur des volumes très importants. Si le montant des fraudes potentielles ne peut être évalué aujourd'hui avec précision, on peut cependant noter la concomitance frappante entre la suspension du régime de TVA applicable en France sur le marché au comptant à la fin du deuxième trimestre 2009 et la diminution corrélative des volumes échangés d'une part et des transactions effectuées via des plates-formes de marché d'autre part.

Le phénomène de fraude à la TVA a trouvé sa source dans le régime fiscal appliqué au marché au comptant des quotas de CO₂, i.e., l'application d'un régime de TVA, pourtant non applicable aux instruments financiers immatériels, aux échanges de quotas au comptant de CO₂⁶³.

Face à la fraude, l'administration fiscale française a publié, le 10 juin 2009, une instruction (3-L1-09,) aboutissant à mettre en place à un dispositif d'imposition à la TVA à taux zéro⁶⁴ qui a, de fait, éliminé le risque de fraude carrousel. L'instruction publiée par l'administration fiscale conduit à exonérer, sans possibilité d'option, les opérations sur quotas qui sont considérées comme des biens meubles incorporels, et dont la cession est assimilée à une prestation entrant dans le champ d'application de la TVA.

L'Union européenne a, par la suite, réagi en proposant un régime spécifique de TVA pour les opérations sur quotas de CO₂, d'application laissée à la discrétion de chaque État membre. A l'occasion du conseil ECOFIN du 2 décembre 2009, les États membres ont agréé

⁶³ Pour l'application de la TVA, les quotas constituaient en effet des biens meubles incorporels dont le transfert, lorsqu'il est effectué à titre onéreux par un assujetti agissant en tant que tel, constitue une prestation de services en application des dispositions combinées des articles 2 paragraphe 1 sous c) et 25 sous a) de la directive n° 2006/112/CE relative au système commun de la TVA. Lors de la 75^{ème} réunion du Comité de la TVA du 14 octobre 2004, les délégations des États membres avaient convenu à l'unanimité que cette prestation de services n'était pas couverte par les dispositifs d'exonération prévus à l'intérieur du pays telles qu'ils figuraient aux articles 131 à 136 de l'actuelle directive TVA et que son lieu d'imposition relevait des dispositions de son article 56 paragraphe 1 sous a).

⁶⁴ Les opérations portant sur ces droits bénéficient de l'exonération des opérations sur titres, autres que la garde et la gestion, telle que codifiée à l'article 261-C-1 e) du CGI. Le traitement fiscal retenu est celui des produits dérivés décrit dans l'instruction 3L-1-06. Le régime français d'exonération de TVA reste sans conséquence pour les opérateurs assujettis en ce qui concerne l'exercice de leurs droits à déduction de TVA et le calcul de leur rapport d'assujettissement à la taxe sur les salaires. Les rémunérations perçues par les intermédiaires agissant au nom et pour le compte de leurs clients dans l'achat ou la vente de ces droits sont également exonérées de TVA avec toutefois une possibilité d'option pour l'assujettissement.

la proposition de la Commission d'une directive modifiant la directive 2006/112/CE en ce qui concerne l'application facultative et temporaire de l'autoliquidation aux livraisons de certains biens et prestations de certains services présentant un risque de fraude. En pratique, cette proposition ouvre aux États membres la possibilité d'instituer un régime d'autoliquidation en lieu et place du régime d'exonération : les opérations redeviendraient taxables, mais la TVA serait liquidée et déduite instantanément par le Preneur (acheteur), ce qui est susceptible d'offrir un régime de neutralité⁶⁵. La modification envisagée du régime de TVA sur les transactions de quotas empêcherait donc mécaniquement ce type de fraude⁶⁶.

Le risque de fraude ne sera cependant entièrement écarté que lorsque la totalité des États membres aura transposé la directive instituant un régime d'auto liquidation pour les opérations sur les quotas de CO₂. Si la plupart des grands États membres actifs sur le CO₂ envisagent, ou ont d'ores et déjà mis en place, les mesures nécessaires, la subsistance du régime de TVA précédemment applicable dans un seul État membre rendra la répétition du même mécanisme de fraude possible, bien qu'à une échelle moins importante. Cet épisode ayant gravement mis en cause l'intégrité du marché européen du CO₂, il convient donc de promouvoir, dès 2010, l'application des nouvelles règles fiscales dans l'ensemble des États membres. Les autorités françaises ayant été les premières à réagir sur le sujet en 2009, il convient aujourd'hui d'envisager la transposition rapide des dispositions prévues dans l'ordre juridique national. Parallèlement, il conviendrait de sensibiliser nos partenaires européens, n'ayant pas encore opté pour ce type de mesures, à l'enjeu qu'il recouvre pour l'intégrité du marché européen du CO₂. A noter que le risque de propagation de ce type de fraude à d'autres marchés connexes, marchés de l'électricité et du gaz par exemple, apparaît aujourd'hui possible : l'attention des autorités européennes devrait être attirée sur ce point.

Recommandation n°5 : au niveau européen, promouvoir une adoption rapide du régime d'autoliquidation sur les échanges de quotas de CO₂, par l'ensemble des États-membres, au cours de l'année 2010. Au niveau français, transposer, dès que possible, dans l'ordre juridique national, les dispositions permettant d'opter pour un régime d'autoliquidation de TVA pour les opérations sur quotas.

3.3.3 L'élaboration, à court terme, d'une norme comptable internationale est nécessaire : elle pourra sous-tendre un travail d'harmonisation au niveau national, sur la nature juridique des quotas et des crédits

L'absence de consensus international sur la nature des quotas et crédits de CO₂ pourrait également handicaper le développement des marchés du carbone dans l'avenir. Ainsi, par exemple, le choix d'un État de qualifier l'ensemble des quotas de CO₂ d'instruments financiers et la décision du Législateur français de faire des quotas des biens meubles incorporels pourraient constituer une limite à l'intervention d'un acteur français sur le marché, dans l'État tiers. Alors même que la majorité des États membres de l'OCDE se sont prononcés en faveur du développement de marchés carbone nationaux et régionaux et de

⁶⁵ A noter que si les quotas devaient être qualifiés d'instruments financiers, leur cession entre opérateurs redeviendrait exonérée, mais en grevant les droits à déduction du vendeur. En ce qui concerne les intermédiaires, leur rémunération serait également exonérée, sauf option, pour l'assujettissement à TVA des commissions.

⁶⁶ Les transactions entre deux parties se feraient systématiquement sans que le preneur ne paye la TVA, ce qui empêcherait toute fraude de type « carrousel ». L'Espagne a, au cours du mois d'octobre 2009, mis en œuvre cette proposition à la suite des Pays-Bas, transférant le paiement de la taxe du vendeur à l'acheteur. Elle est également en vigueur au Royaume-Uni.

leur interconnexion progressive, la nécessité de dégager un consensus international sur ce que sont un quota et un crédit de CO₂ se fera pressante. L'Union européenne a ainsi proposé un marché du CO₂ à l'échelle de l'OCDE d'ici à 2015. C'est là l'une des conditions nécessaires du développement de ces marchés dans l'avenir. Le choix du Législateur français, s'il était suivi par nos partenaires, poserait par exemple à lui seul de multiples questions. Ainsi que le note Patrick Thiefry, les biens mobiliers sont généralement soumis, en droit international privé, à la *Lex rei sitae*, c'est-à-dire la loi du lieu de leur situation. Cette solution pose une question particulièrement délicate de droit international privé, celle dite du « *conflict mobile* », qui se pose lorsque l'élément de rattachement retenu par la règle de conflit de lois connaît un déplacement ou une modification, le bien étant transporté d'un pays à l'autre. Faudrait-il alors apprécier la nature juridique du quota d'émission et le régime des opérations relatives au regard de la loi du pays d'émission ou du pays de destination ? Pour des raisons de sécurité des tiers, il est couramment accepté que « *la loi locale définit ainsi en premier lieu les choses objet d'appropriation* ». Toutefois, cette solution serait ici problématique, puisqu'un quota inscrit dans le registre français après avoir été émis dans un autre pays participant n'aurait pas la même nature juridique que celui émis en France. On constate ici les problèmes que pourra poser, dans l'avenir, l'absence de coordination internationale sur ce qu'est un quota de CO₂ pour le bon développement du marché.

En pratique, promouvoir un consensus international sur la nature même des quotas de CO₂ et les conséquences juridiques qui s'y attachent risque d'être difficile, en particulier dans le contexte politique né de l'après-Copenhague. A cet égard, deux pistes sont envisageables.

Tout d'abord, un accord international sur la qualification comptable des quotas et crédits d'émission dans le cadre de l'IASB serait de nature à favoriser à terme une convergence de vues. Il convient donc de soutenir le processus de travail lancé par l'IASB pour aboutir à une recommandation internationale sur le traitement comptable des quotas avant l'entrée du marché dans sa troisième phase, et prenant en compte les objectifs de stabilité financière. Ensuite, le régime comptable des quotas de CO₂ devrait être très rapidement complété dans le cadre de la deuxième phase du marché, afin de pallier les failles aujourd'hui constatées.

Il conviendra de s'assurer dans tous les cas que les dispositions retenues respectent la distinction entre les acteurs obligés intervenant pour couvrir leurs obligations réglementaires et les autres acteurs.

Recommandation n°6 : au niveau français, dans la perspective de contribuer aux travaux internationaux en cours, demander à l'Autorité des Normes Comptables de définir le traitement comptable, dans les comptes sociaux, des opérations sur dérivés de quotas et sur les crédits issus des mécanismes de flexibilité du Protocole de Kyoto et de débiter les réflexions sur l'évolution du traitement comptable des quotas dans le cadre d'une allocation à titre onéreux. Veiller à une publication par l'IASB d'une norme comptable applicable à l'ensemble des quotas et crédits d'émissions avant l'entrée du marché européen dans sa troisième phase en 2013.

4 Si le principe d'un marché ouvert doit être préservé, les participants au marché doivent être mieux encadrés, afin de garantir l'intégrité et l'efficacité du marché, ainsi que la protection des intérêts des assujettis

4.1 Le marché du CO₂ s'est développé dans le cadre d'un accès totalement ouvert qui a favorisé l'implication croissante d'intermédiaires de marché

Le Législateur européen a, dès l'origine, fait le choix de ne pas limiter le marché du CO₂ aux acteurs réglementairement assujettis au système d'échange de quotas. Ainsi, l'article 19 de la directive 2003/87/CE du 13 octobre 2003 dispose : « toute personne peut détenir des quotas ». Ce choix a été motivé par la volonté de favoriser le développement rapide de la liquidité du marché en permettant à un grand nombre d'acteurs d'y participer. Au regard de l'évolution des volumes échangés, cet objectif a été pleinement atteint. Le principe d'un accès ouvert a favorisé la participation d'acteurs non soumis aux obligations réglementaires de plafonnement des émissions, au côté des entreprises assujetties. Ces acteurs interviennent en tant qu'intermédiaires, proposant des services ou des produits d'optimisation de la conformité ou de couverture aux assujettis. Certains acteurs interviennent également pour compte propre, à des fins spéculatives. Entre acteurs assujettis, intermédiaires financiers ou assimilés voire États, le marché européen du CO₂ se caractérise ainsi par une grande diversité d'intervenants.

4.1.1 Les acteurs assujettis au marché européen du CO₂ sont divers et leurs modalités d'intervention sur le marché sont fortement hétérogènes

Le marché européen pèse sur des installations assujetties (entrant dans les catégories définies par la directive 2003/87/CE révisée), et non des entreprises. Le marché des quotas intéresse donc aussi bien des grandes entreprises, voire des groupes de taille européenne ou mondiale qui exploitent un grand nombre d'installations, que des petites et moyennes entreprises (PME), dont l'activité se limite à l'exploitation d'une ou deux installations.

Les grands producteurs d'électricité (50% des allocations de quotas pour moins de 5% des installations) ont développé des activités sophistiquées d'intervention sur le marché du CO₂ via leurs entités de trading existantes. Cette organisation leur permet d'intervenir de manière très active et concomitante sur les marchés de l'énergie et du carbone, afin d'intégrer le CO₂ dans leur stratégie de couverture, mais également dans l'optique de réaliser des opérations de trading pour compte propre. Leurs interventions se déroulent conjointement sur les marchés organisés et sur les marchés de gré à gré. Certains producteurs européens d'électricité ont également développé des activités sur les marchés de crédits internationaux, associés au Mécanisme de Développement Propre (MDP) et de Mise en Œuvre Conjointe (MOC), afin de diminuer leurs coûts de conformité, couvrant ainsi une partie de leurs besoins en quotas par l'achat de crédits internationaux. Ces activités peuvent prendre différentes formes, comme la création de fonds carbone intervenant dans le développement de projets de réduction d'émissions générateurs de crédits dans les pays en développement, ou les économies en transition, ou le simple achat de crédits déjà émis. Les entités ou filiales de trading des producteurs d'électricité traitent également avec des tierces parties, qu'il s'agisse de filiales du même groupe, de clients des activités industrielles ou de toute autre catégorie de tiers. En pratique, on constate cependant que si les services de conformité ou de couverture proposés par les producteurs d'électricité ne représentent

qu'une faible part de l'ensemble des opérations traitées par leurs filiales de *trading*, un certain nombre de celles-ci s'appuie sur la force de leurs relations commerciales avec des acteurs assujettis pour réaliser tout ou partie des opérations de marché sur le CO₂ dont ces acteurs ont besoin.

Les modèles d'intervention sur le marché du CO₂ de la grande industrie et des grands acteurs de la cogénération (45% des allocations de quotas pour 15 à 20% des installations), sont hétérogènes. Le degré de sophistication de ces acteurs est en effet très variable. Les grands groupes pétroliers, ainsi que certains industriels, s'appuient, pour le marché du CO₂, sur les capacités de *trading* sophistiquées qu'ils ont développées sur leurs marchés d'origine. Ils sont en cela assimilables aux grandes entreprises du secteur de l'électricité. Les autres se sont limités, en général, à la mise en œuvre de stratégies d'optimisation du coût de mise en conformité, procédant, par exemple, à des opérations de type *swaps* de quotas et de crédits internationaux. Enfin, le reste de ces acteurs intervient majoritairement dans le cadre de transactions simples, réalisées généralement de gré à gré, visant à couvrir leur position nette. Ils apparaissent en moyenne beaucoup moins actifs sur le marché du CO₂ que les grandes entreprises de la production électrique.

Encadré n°12 – Un exemple de gestion de la conformité par un grand groupe industriel

Le groupe industriel en question, dont l'anonymat est ici préservé, a mis en place une stratégie globale de gestion de sa conformité pour plus de 200 installations. Une fois les mesures de réduction de ses émissions prises, par exemple en améliorant le rendement de ses installations et en utilisant des combustibles moins émetteurs, l'entreprise intervient sur le marché des quotas européens et des crédits internationaux dans le but de minimiser le coût de la contrainte carbone, et non pour prendre des positions spéculatives. Elle réalise des opérations portant sur des volumes de l'ordre de quelques dizaine de millions de tonnes par an, qui sont réalisées soit de gré à gré avec une dizaine de contreparties (industriels ou banques), soit de manière anonyme sur les places de marché comme BlueNext.

Elle procède principalement à des opérations simples. Outre l'achat ou la vente de quotas ou de crédits, un exemple d'opération est un swap entre quotas européen et crédits internationaux. Ce type d'opération a pour objectif de faire bénéficier l'entreprise de la différence de prix qui existe entre ces deux types de quotas, pourtant partiellement fongibles, mais dont les déterminants de prix diffèrent - l'écart de prix maximum observé remonte à avril 2008, soit plus de 20%. L'entreprise cède alors des quotas européens pour acquérir des URE en réinvestissant le produit de la vente des quotas européens. En bénéficiant de la différence de prix, elle dispose au terme de l'opération d'une quantité de quotas plus importante. De la même manière, elle mène des opérations dites de « repo » soit la vente de crédits au comptant en rachetant la même quantité pour livraison à terme, en profitant de l'écart de cours.

Les petites et moyennes entreprises (5% des quotas alloués pour près de 80% des installations), sont peu - ou pas - actives sur le marché du CO₂. Le principal mode d'intervention pour ces acteurs consiste à intervenir sur le marché *via* des intermédiaires financiers, ou assimilés, principalement dans une optique de conformité réglementaire, et faiblement à fins d'optimisation financière. Ces intermédiaires financiers sont généralement des prestataires de services d'investissement et des banques, la plupart des grandes

banques européennes ayant développé des activités carbone pour compte de tiers en forte croissance (soit Barclays, Orbéo - Société Générale, BNP-Paribas, Deutsche Bank...).

4.1.2 *Des acteurs non assujettis interviennent également sur le marché du CO₂ en tant qu'intermédiaires, ou pour compte propre*

Une première catégorie d'acteurs, les entités de *trading*, interviennent principalement sur le marché en vendant des produits de couverture à des tiers ou en prenant des positions pour compte propre. Ils contribuent ainsi à apporter de la liquidité et assumer les risques que d'autres acteurs, en premier lieu les assujettis, ne souhaitent pas prendre.

Plusieurs grandes banques d'investissement sont ainsi devenues des acteurs de premier plan sur le marché du CO₂. Elles ont développé des structures dédiées dans le prolongement de leurs activités de marché sur les produits de base, et notamment des énergies fossiles, se rapprochant en cela du modèle d'intervention développé par les producteurs d'électricité. Leur activité sur le marché peut être divisée en trois composantes. En premier lieu, elles proposent, à leurs clients, des services et produits d'intermédiation⁶⁷ de la mise en conformité, ainsi que des produits de couverture du risque associé. En deuxième lieu, elles interviennent, pour certaines d'entre-elles, afin de couvrir leurs propres positions, résultant de leurs activités d'origination et de développement de projets dans le cadre des mécanismes de flexibilité⁶⁸. En troisième lieu, elles réalisent des activités de *trading* pour compte propre. En l'absence de données, il est aujourd'hui difficile de déterminer avec précision les parts respectives des différentes activités.

Outre les entités de *trading* des entreprises assujetties, des *traders* spécialisés sur les marchés de matières premières énergétiques ou agricoles jouent également un rôle actif sur le marché du CO₂. Des sociétés comme Vitol, Trafigura ou Cargill interviennent ainsi en tant que contreparties sur des opérations de couverture, et / ou directement pour compte propre.

Enfin, sont également actifs sur le marché du CO₂, quoique plus faiblement, des acteurs financiers comme les *hedge funds* ou des compagnies d'assurance ou de réassurance.

Une deuxième catégorie d'acteurs non assujettis joue un rôle d'intermédiation pure sur le marché du CO₂, mettant en relation des intérêts vendeurs et acheteurs. De grands courtiers (ICAP, Evolutions), qui interviennent traditionnellement sur les marchés financiers et de matières premières, ont logiquement développé des activités sur le marché du CO₂. Ils interviennent en particulier sur le marché dérivé, en recherchant des contreparties pour le compte d'acteurs du marché souhaitant mener des opérations de gré à gré. La plupart des transactions passant par ces intermédiaires font l'objet d'une compensation centrale.

Au côté de ces intervenants traditionnels, sont apparus de nouveaux acteurs spécialisés sur le marché du CO₂. Il s'agit généralement d'acteurs de petite taille. Ils jouent en particulier un rôle actif sur les marchés des crédits internationaux, en tant qu'intermédiaires entre les développeurs de projets et les acquéreurs de crédits. Ils interviennent principalement, sinon exclusivement, sur le marché au comptant.

Enfin, sur le marché des crédits internationaux, des entreprises se sont également spécialisées (en concurrence avec les banques, et les filiales de *trading* des producteurs

⁶⁷ Dont des activités de « *market-making* », afin de développer la liquidité du marché.

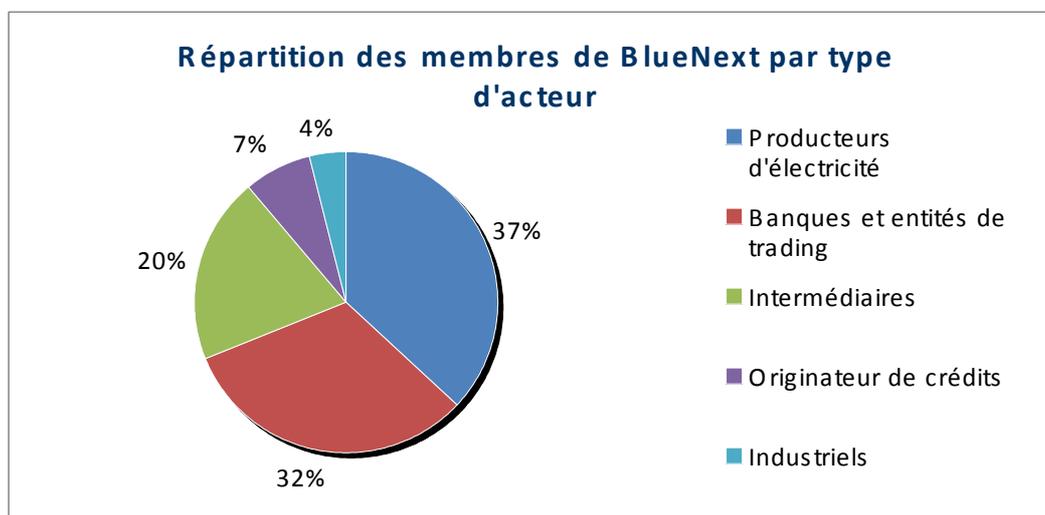
⁶⁸ C'est en particulier le cas pour une société française comme ORBEO, qui regroupe les activités de gestion financière sur quotas de la Société Générale et les activités d'origination de la société Rhodia.

d'électricité) dans les activités d'origination, à savoir la constitution de portefeuilles de crédits internationaux qui pourront ensuite être cédés à des assujettis. Les principaux acteurs européens sont aujourd'hui *Ecosecurities*, *Camco*, *Trading Emissions*, ou *Tricorona*. Ces entreprises ont des positionnements variables sur la chaîne de valeur, intervenant soit comme partenaires des développeurs de projet, (voire directement comme développeur de projet, prenant en charge la gestion de la composante d'origination du projet et d'acheteur de crédits), soit plus exclusivement en tant que fonds carbone, en limitant leur intervention à l'achat de crédits auprès du développeur.

Si en volume, les plates-formes de négociation représentent la première voie d'intervention sur le marché du CO₂, celui-ci reste un marché fortement intermédié puisque sur 4000 entreprises couvertes par le système d'échanges de quotas, le nombre de membres de *BlueNext* est seulement de 114 dont à peu près 45 entreprises assujetties.

La typologie des membres de *BlueNext* illustre l'organisation du marché, comme le détaille l'encadré suivant.

Encadré n°13 – Les membres du Système Multilatéral de Négociation *Bluenext*



Source : *BlueNext*

Lecture du graphique : les producteurs d'électricité et les intermédiaires financiers (banques et entités de trading) constituent les catégories les plus représentées (37% et 32% des membres respectivement). Le nombre d'intermédiaires de nature non financière est également élevé (20% des membres). Viennent ensuite les originateurs de crédits CER et ERU (7%) et les industriels (4%). Le faible nombre d'industriels membres de *BlueNext* (5 sur ~4 000 entreprises assujetties au marché européen des quotas) suggère qu'une grande partie d'entre eux soit ne sont pas actuellement actifs sur le marché soit interviennent principalement via des transactions de gré à gré.

4.1.3 Le principe d'un accès ouvert du marché doit être maintenu, mais impose d'apprécier les risques qu'il emporte et de mettre en œuvre des solutions adaptées pour les réduire

Le principe d'un accès ouvert et non limité aux entreprises assujetties au système communautaire de quotas, doit être maintenu. Outre l'objectif de développement de la liquidité, la participation d'acteurs financiers, capables d'assumer des risques de marché, est nécessaire à la satisfaction des besoins de couverture contre le risque de prix⁶⁹ des

⁶⁹ Risque lié aux fluctuations du prix du quota

entreprises assujetties, et en premier lieu des producteurs d'électricité. De fait, l'absence d'acteurs financiers et les difficultés que les producteurs d'électricité auraient alors à se couvrir contre le risque prix, risqueraient de provoquer une augmentation des prix de l'électricité, conséquence de l'inclusion, par ces derniers, d'une prime de risque dans les prix de l'électricité facturés à leurs clients. De plus, limiter le marché aux entreprises assujetties risquerait de conférer aux plus importantes d'entre elles un pouvoir excessif de marché. C'est ainsi que les projets de loi américains de régulation du marché du CO₂⁷⁰, après avoir envisagé de restreindre le marché aux entreprises assujetties, ont admis que cela constituerait un facteur aggravant de risque. L'historique des manipulations sur les marchés de produits de base aux États-Unis (British Petroleum, Enron) – non directement transposable au marché du CO₂ cependant – a, en effet, démontré qu'elles ont pu être le fait d'acteurs financiers, comme d'entreprises intervenant physiquement sur le marché et bénéficiant de positions dominantes. De plus, une restriction du marché aux seuls assujettis risquerait de n'être que de façade : elle pourrait faire l'objet de stratégies de contournement (par exemple, l'acquisition d'une petite installation assujettie par un opérateur financier). Elle serait également en décalage avec l'imbrication croissante des sphères financières et physiques sur les marchés de l'électricité, certains acteurs financiers ayant la possibilité de mobiliser des actifs physiques (centrales électriques).

Néanmoins, l'ouverture du marché et la structuration proche d'un marché financier qu'elle a favorisée, ne sont pas exemptes de risques. Premièrement, le rôle central joué par les intermédiaires dans le fonctionnement du marché pose la question de leur solidité et de leur efficacité, mais également celle de la protection et des garanties dont on pourra estimer que leurs clients, au premier rang desquels les entreprises assujetties, devraient bénéficier. Ce premier enjeu est celui de l'encadrement de l'intermédiation ou de la fourniture de produits ou de services liés aux quotas. Dans l'éventualité de la participation d'investisseurs individuels, cette dernière question devra être étendue à cette catégorie d'acteurs. Deuxièmement, une prise de risque excessive, par des acteurs prenant des positions spéculatives pour compte propre, pourrait entraîner une déstabilisation du marché, dans le cas où ces acteurs n'auraient pas des fonds propres suffisants pour absorber des pertes subies sur le marché et où l'incapacité à honorer les contrats conclus avec leurs contreparties emporterait pour celles-ci un coût financier de remplacement. Certains acteurs, qui réalisent des activités de *trading* pour compte propre tout en exécutant des transactions avec des tiers, sont donc potentiellement porteurs d'un risque systémique – particulièrement certains intermédiaires de grande taille traitant avec un grand nombre de contreparties. Troisièmement, l'ouverture du marché fait naître le risque que des acteurs utilisent le marché à des fins frauduleuses ou criminelles, risque qui s'est matérialisé avec la fraude à la TVA, et qui comprend également des risques potentiels en termes de blanchiment. L'enjeu est donc ici celui du contrôle de l'honorabilité des intervenants.

⁷⁰ ANNEXE VI – Les projets de loi américains sur la régulation du marché fédéral du CO₂.

4.2 Une part importante des participants au marché du CO₂ n'est pas régulée : un encadrement proportionné des acteurs porteurs d'un risque pour les autres participants pourrait être instauré, afin de garantir l'intégrité et l'efficacité du marché

4.2.1 *Seule une partie des acteurs est soumise à un cadre de régulation encadrant l'exercice de leurs activités*

4.2.1.1 *Les acteurs financiers « traditionnels » sont couverts par la réglementation financière, soit, notamment, la directive MIF*

En l'absence de règles spécifiques encadrant le marché du CO₂, seuls les acteurs couverts par la réglementation financière sont régulés, dans la mesure où ils fournissent des services qualifiés de services d'investissements⁷¹ sur des instruments dérivés ayant le statut d'instruments financiers. Les instruments dérivés doivent pour cela remplir l'une des deux conditions suivantes : (i) être susceptibles de dénouement en espèces à l'initiative d'une des parties, (ii) être négociés sur un marché réglementé ou un Système Multilatéral de Négociation⁷². N'ont donc notamment pas le statut d'instruments financiers, en droit européen, les contrats à terme avec livraison physique qui sont échangés de gré à gré et que l'on qualifiera par la suite de contrats commerciaux à terme. A noter qu'en France, la définition des instruments financiers est plus large, puisqu'elle inclut les contrats à terme compensés, que ce soit par une chambre de compensation ou par l'intermédiaire d'appels de marge entre les deux contreparties.

Ainsi, les acteurs financiers (établissements de crédit ou prestataires de services d'investissement), lorsqu'ils interviennent sur des instruments financiers dérivés du CO₂ sont couverts par la réglementation financière et en particulier par la directive MIF⁷³ (directive 2004/39/CE du 21 avril 2004) dont l'objet est de protéger les intérêts des clients recourant aux services d'acteurs financiers et de préserver l'intégrité et l'efficacité des marchés d'instruments financiers.

⁷¹ Sont qualifiées de services et activités d'investissements par la section A de l'annexe I de la directive MIF 2004/39/CE les activités suivantes : réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers, Exécution d'ordres au nom de clients, Négociation pour compte propre, Gestion de portefeuille, Conseil en investissement, Prise ferme d'instruments financiers et/ou placement d'instruments financiers avec engagement ferme, Placement d'instruments financiers sans engagement ferme, Exploitation d'un système multilatéral de négociation (SMN).

⁷² A noter que la dernière condition résulte d'une extension de la définition d'instruments financiers dans le droit interne français, pour inclure certains instruments financiers à terme admis par une chambre de compensation, ou donnant lieu à des appels de couvertures périodiques uniquement aux fins de la compensation-résiliation.

⁷³ Les établissements de crédits sont régulés en vertu de la directive 2000/12/CE du 20 mars 2000, mais les dispositions de la directive MIF leur sont appliquées pour ce qui concerne leurs activités de prestation de services d'investissements.

Encadré n°14 – Les règles applicables en vertu de la directive MIF

La directive MIF encadre les activités et services d'investissement, qui portent sur des instruments financiers. Ces activités et services recouvrent la réception et transmission d'ordres, l'exécution d'ordre pour compte de tiers, la négociation pour compte propre, le conseil en investissement, la gestion individuelle, la prise ferme ou le placement, et la gestion d'un système multilatéral de négociation. Elle s'applique aux entreprises d'investissement ainsi qu'aux établissements de crédit prestataires de services d'investissement.

La directive MIF impose un certain nombre d'obligations visant à garantir la qualité d'exécution des opérations réalisées par les acteurs du marché et à préserver l'intégrité et l'efficacité des marchés d'instruments financiers. L'exercice de ces activités requiert un agrément en tant que prestataire de services d'investissement (PSI), conditionné au respect d'un ensemble de règles visant à garantir la solidité de l'entreprise, à offrir des garanties sur sa compétence et à protéger ses clients. La gestion de l'entreprise doit être assurée par au moins deux dirigeants⁷⁴ bénéficiant d'une honorabilité et d'une expérience suffisante pour garantir la saine gestion de l'activité⁷⁵. L'identité des actionnaires ou propriétaires de l'entité doit également être connue⁷⁶. Les prestataires de services d'investissement sont également soumis à des obligations permanentes visant à assurer la bonne exécution des opérations et l'intégrité du marché.

L'entité est soumise à un certain nombre d'exigences opérationnelles visant à garantir la qualité d'exécution des opérations : prévention des conflits d'intérêts entre ses différentes activités et clients et utilisation de ressources, systèmes et procédures appropriés pour garantir la continuité et la régularité de ses activités. Elle doit conserver un enregistrement de tout service fourni et de toute transaction effectuée. Elle doit prendre des mesures visant à protéger les droits de propriété de ses clients.

En France, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit prestataires de services d'investissement sont agréés par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), après avis de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ou, pour certains services, approbation du programme d'activités par celle-ci. L'ACP et l'AMF sont également chargées de contrôler le respect de ces règles, ainsi que de celles issues des directives sur les fonds propres et la lutte contre le blanchiment de capitaux. Elles peuvent, en cas de manquements, sanctionner l'entité concernée et lui retirer son agrément.

La fourniture de services d'investissement est, de plus, encadrée par des règles de conduite strictes vis-à-vis des clients, relatives à l'information des clients sur les produits ou opérations proposés⁷⁷, à la vérification de leurs connaissances et de leur expérience des produits d'investissement proposés⁷⁸. Elle est notamment soumise à des obligations d'exécution des ordres au mieux des intérêts du client⁷⁹. Les modalités d'application de ces règles varient en fonction du type et du degré de sophistication du client.

⁷⁴ Sauf exception.

⁷⁵ Article 9 de la directive MIF (2004/39/CE).

⁷⁶ Article 10 de la directive MIF (2004/39/CE).

⁷⁷ Article 19 de la directive MIF (2004/39/CE).

⁷⁸ Article 19 de la directive MIF (2004/39/CE).

⁷⁹ Article 21 de la directive MIF (2004/39/CE).

Par ailleurs, ces mêmes acteurs sont soumis à des obligations d'adéquation des fonds propres, définis par la directive « *Capital Requirements Directive* » ou CRD (directive 2006/49/CE du 14 juin 2006)⁸⁰. Ces obligations visent à s'assurer que l'établissement dispose de fonds propres suffisants pour absorber d'éventuelles pertes résultant de ses activités de marché et permettre la continuité de ses opérations et la protection de ses clients. En liant le montant des fonds propres qui doivent être détenus par l'établissement, à la valeur des montants exposés au risque, ces dispositions imposent une contrainte financière à la prise de risque par l'établissement et constituent également une contrainte à la prise de positions importantes sur le marché. Enfin, ces acteurs sont également assujettis aux obligations de lutte contre le blanchiment de capitaux définies par la directive anti-blanchiment (directive 2005/60/CE du 26 octobre 2005).

Si ces acteurs financiers sont régulés en tant que prestataires de services d'investissements, leurs activités sur le marché au comptant du CO₂ ou sur les contrats commerciaux à terme ne le sont en revanche pas, puisqu'elles ne correspondent pas à des activités de services d'investissement. Ils ne sont donc pas couverts, pour ce type de transactions, par des obligations d'information des clients ou de bonne exécution. Néanmoins, la plupart des acteurs appliquent, dans les faits, des modalités de traitement identiques aux transactions sur des instruments dérivés « financiers » et aux transactions au comptant ou aux transactions commerciales à terme.

4.2.1.2 Les autres intermédiaires et traders ne sont pas couverts par un cadre de régulation européen

Les traders spécialisés sur les marchés de produits de base, ainsi que les filiales de trading des producteurs d'électricité ou des acteurs industriels, qui constituent des acteurs prépondérants sur le marché du CO₂, ne sont pas couverts par la réglementation financière, même lorsqu'ils interviennent sur des instruments financiers dérivés. La directive MIF prévoit, en effet, des exemptions pour les personnes morales dont l'activité principale consiste à négocier pour compte propre des matières premières, ou des instruments dérivés sur matières premières⁸¹. Elle prévoit également des exemptions pour les personnes qui fournissent des services d'investissement portant sur des instruments dérivés sur produits de base aux clients de leur activité principale. Cette exemption ne vaut qu'à la condition que l'activité de ces personnes soit accessoire par rapport à l'activité économique principale du groupe auquel elles appartiennent, et que cette activité économique principale ne consiste pas en la fourniture de services d'investissements⁸². L'exemption de l'application de la directive MIF entraîne l'exemption des directives sur l'adéquation des fonds propres et anti-blanchiment. Elle s'explique par la nature des marchés de produits de base, en principe réservés à des professionnels, et sur lesquels les enjeux de protection des clients ne se posent pas dans les mêmes termes que sur les marchés financiers. A noter, cependant, que le régime d'exemption en question est en cours

⁸⁰ Ces obligations visent à s'assurer que l'établissement a des fonds propres suffisants pour absorber d'éventuelles pertes résultant de ses activités de marché et, par conséquent, permettre la continuité de ses opérations et la protection de ses clients. De plus, en liant le montant des fonds propres qui doivent être détenus par l'établissement à la valeur des montants exposés au risque, ces dispositions imposent une contrainte financière à la prise de risque par l'établissement et constitue de ce fait une contrainte à la prise de positions spéculatives excessives.

⁸¹ Article 2.1 (k) de la directive MIF (2004/39/CE).

⁸² Article 2.1 (i) de la directive MIF (2004/39/CE).

de discussion dans le cadre du processus de révision de la directive MIF, qui pourrait également aboutir à modifier le champ de la qualification de prestataire de service d'investissement (PSI).

Néanmoins, certains régulateurs nationaux ont mis en place en Europe un cadre de régulation spécifique pour les *traders* en produits de base, ainsi que les filiales de *trading* des producteurs d'électricité ou des acteurs industriels, exemptés de la directive MIF. Au Royaume-Uni, la *Financial Services Authority* (FSA) a ainsi créé un agrément spécifique, avec des obligations allégées par rapport aux obligations dérivant de la directive MIF⁸³.

Ensuite, les entités intervenant uniquement sur le marché au comptant, ou dans le cadre de transactions sur contrats commerciaux à terme n'ayant pas le statut d'instruments financiers, ne sont pas encadrées par des règles spécifiques, visant à garantir la bonne exécution des opérations et à préserver l'intégrité et l'efficacité du marché. Il est dès lors possible, pour toute entreprise, d'offrir des services s'apparentant à des services d'investissement, ou de traiter avec des contreparties sur le marché au comptant du CO₂, sans avoir à obtenir d'agrément et donc à faire la preuve de sa capacité à réaliser ces opérations dans des conditions adéquates. De plus, ces entreprises ne sont soumises à aucune obligation de fonds propres, ni à aucune règle de protection des intérêts de leurs clients. Enfin, elles n'ont pas à observer des impératifs de vigilance à des fins de lutte contre le blanchiment. Le tableau suivant récapitule le cadre de régulation s'appliquant à chaque type d'acteur.

Tableau n°9 – Cadre de régulation s'appliquant aux principaux types d'acteurs sur le marché européen du CO₂⁸⁴

<i>Type d'acteur</i>	<i>Cadre de régulation existant</i>
Etablissements de crédit et entreprises d'investissement.	Sont soumis aux dispositions de la directive MIF pour ce qui est de la fourniture de services d'investissements, à des obligations de fonds propres (directive CRD 2006/49/CE) et aux obligations relatives à la lutte contre le blanchiment de capitaux (directive 2005/60/CE). En revanche, les activités et la prestation de services portant sur des quotas au comptant ou des contrats commerciaux à terme sur quotas ne sont pas encadrées.

⁸³ Les entités de *trading* sur matières premières, exemptées de la directive MIF, sont soumises à un régime de régulation spécifique. Ce régime prévoit des obligations allégées par rapport à celles imposées aux entreprises financières. Il comporte des obligations d'adéquation des fonds propres, avec des modalités de calcul différentes de celles qui s'appliquent aux entreprises d'investissements et un système de surveillance du respect de ces obligations et d'alerte en cas de manquement. Les entités de *trading* sur matières premières sont également soumises à une obligation de rapport trimestriel auprès de la FSA sur leur bilan, leur compte de résultat et l'adéquation de leurs fonds propres, de rapport semestriel sur la gestion des fonds appartenant à des clients et enfin de rapport annuel des comptes. Ce régime n'inclut pas une obligation de rapport de la *Value At Risk* (VaR), mais l'entité agréée doit être en mesure de fournir cette information à la FSA si celle-ci le requiert.

⁸⁴ A noter que ne sont pas ici pris en compte des acteurs aujourd'hui marginaux, *hedge funds* et compagnies d'assurances.

<i>Traders</i> spécialisés sur les matières premières.	Non couverts par une régulation de niveau européen.
Entités de <i>trading</i> des producteurs d'électricité et des acteurs industriels.	Non couverts par une régulation de niveau européen.
Courtiers intervenant sur des instruments dérivés ayant le statut d'instruments financiers.	Sont soumis aux dispositions de la directive MIF pour ce qui est de la fourniture de services d'investissements, à des obligations de fonds propres (directive CRD 2006/49/CE) et aux obligations relatives à la lutte contre le blanchiment de capitaux (directive 2005/60/CE). En revanche, les activités et la prestation de services portant sur des quotas au comptant ou des contrats commerciaux à terme sur quotas ne sont pas encadrées.
Courtiers et <i>traders</i> intervenant uniquement sur le marché au comptant, ou dans le cadre de transactions sur contrats commerciaux à terme n'ayant pas le statut d'instruments financiers.	Non couverts par une régulation de niveau européen.
Originateurs de crédits.	Non couverts par une régulation de niveau européen.

4.2.2 *L'instauration de conditions d'accès au marché primaire à compter de 2013, envisagée par le Législateur européen dans le cadre du règlement européen sur les enchères, constitue un ajustement du principe d'accès totalement ouvert au marché: elle semble à même de garantir l'intégrité des adjudications*

Un contrôle strict de l'accès aux adjudications apparaît nécessaire en phase III, dans la mesure où les adjudications constitueront la principale voie d'accès à la liquidité. A compter de 2013, voire dès 2011-2012 en cas d'enchères anticipées, les adjudications pourraient constituer un moyen rapide d'acquisition de volumes importants de quotas pour des acteurs frauduleux.

Dans le cadre de la préparation du projet de règlement portant organisation des enchères, la Commission européenne a envisagé l'introduction d'un encadrement strict de l'accès aux adjudications, limité aux entités assujetties et aux entités régulées, soumises à des dispositions de protection des clients similaires à celles définies par la directive MIF et à des obligations de lutte contre le blanchiment de capitaux et la délinquance financière. Elle prévoit notamment la mise en place d'un contrôle de premier rang de l'honorabilité des membres des / de la plate(s)-forme(s), ainsi qu'une obligation de contrôle de deuxième rang des participants indirects (*i.e.* intervenant par l'intermédiaire d'un membre des / de la plate(s)-forme(s)). Les participants aux enchères devront ainsi être enregistrés au sein de l'Union européenne et relever de l'une des catégories répertoriées dans l'encadré suivant. Ces propositions constituent un ajustement du principe initial d'un accès totalement ouvert au marché.

Encadré n°15 – Les catégories d’acteurs ayant accès aux adjudications dans la troisième phase du marché

Dans le cadre du projet de règlement portant organisation des enchères, n’auraient accès aux adjudications que les entités relevant d’une des catégories suivantes :

Assujettis : *entreprises assujetties au SCEQE ou leurs filiales, opérateurs aériens ou leurs filiales ; associations d’entreprises assujetties ou d’opérateurs aériens participant aux enchères pour le compte de leurs membres.*

Etablissements de crédit et entreprises d’investissement couverts par la directive MIF et la directive contre le blanchiment de capitaux, *participant aux enchères pour leur compte propre ou le compte de clients entrant eux-mêmes dans une des catégories d’acteurs autorisées à participer aux enchères.*

Traders spécialisés sur les marchés de produits de base et intervenant uniquement pour compte-propre *(actuellement exemptés de la directive MIF par l’exemption prévue à l’article 2(1)(i)) ou pouvant fournir des services aux clients de leur activité principale (i.e. filiales de trading des grands groupes énergétiques, actuellement couverts par l’exemption portée au 2(1)(k) de la directive MIF). Dans ce dernier cas, ils devront uniquement fournir un accès à la / les plate(s)-forme(s) d’enchères aux clients de leur activité principale et obtenir une autorisation de la part d’un État membre, subordonnée à la mise en place de mesures de protection de leurs clients comparables aux mesures définies par la directive MIF et de mesures de protection contre le blanchiment de capitaux et la fraude fiscale.*

La Commission européenne se réserve le droit d’autoriser la participation d’autres types d’acteurs, mais à la condition impérative qu’ils présentent des garanties suffisantes de protection du marché contre la délinquance financière.

La France se devra d’être exemplaire en mettant en place un dispositif robuste pour l’agrément des entités souhaitant participer aux enchères de phase III. Dans la mesure où l’octroi de l’agrément sera conditionné au respect de certaines dispositions de la réglementation financière, soit l’application des règles de protection des clients et investisseurs définies dans la directive MIF et la mise en œuvre de mesures contre le blanchiment de capitaux, un rôle central pourrait être donné à l’ACP, qui est déjà chargée de l’agrément des établissements de crédit et de celui des entreprises d’investissement, après avis de l’AMF. Un groupe de travail devra être mis en place au niveau national, dès l’adoption du règlement européen pour élaborer un dispositif robuste et efficace d’agrément pour la participation aux enchères de phase III, qui pourra être étendu au marché secondaire. Sa démarche devra pleinement s’inscrire dans une réflexion plus vaste sur les modalités de contrôle de l’accès à l’intégralité du marché du CO₂, primaire comme secondaire.

4.2.3 Sur le marché secondaire, un encadrement des acteurs non régulés apparaît nécessaire : un système d’agrément pour les intermédiaires pourrait être mis en place

Le statut hybride du marché du CO₂, entre marché financier et marché de produits de base, pose la question de la nécessité d’un encadrement du marché au comptant et des contrats commerciaux à terme. Si le Législateur communautaire a décidé la mise en place

d'un cadre de régulation visant à protéger les investisseurs sur les marchés financiers, les marchés de biens ou de produits de base ne font usuellement pas l'objet de telles dispositions. Il convient néanmoins de souligner ici que la participation à certains marchés de matières premières est régulée : c'est notamment le cas des marchés du gaz et de l'électricité, où la fourniture de produits à des clients finaux est conditionnée à l'obtention d'un agrément spécifique. Le marché du CO₂ présente, quant à lui, certaines spécificités qui éclairent cette question d'une lumière différente.

L'absence d'encadrement d'une partie des acteurs est porteuse de risques pour l'efficience, la stabilité et l'intégrité du marché du CO₂.

En premier lieu, le marché du CO₂ fait intervenir des clients de détail, contrairement aux marchés de gros sur produits de base qui sont des marchés de professionnels : il y a par conséquent un enjeu de protection des intérêts de ces acteurs. Comme sur les marchés financiers, cet enjeu découle de l'asymétrie de capacités et de connaissances entre les intermédiaires et leurs clients, asymétrie que l'on ne retrouve pas dans les mêmes termes sur des marchés de professionnels. Une partie des entreprises assujetties au marché européen des quotas est en effet constituée de Petites et Moyennes Entreprises (PME), qui interviennent pour la plupart sur le marché de gré à gré et donc *via* des intermédiaires. Afin de protéger les intérêts de ces acteurs, il apparaît tout d'abord nécessaire de s'assurer d'une information suffisante de ceux-ci sur les transactions engagées. Si les simples opérations de vente ou d'achat de quotas au comptant pourraient soulever, en raison de leur simplicité, des risques plus faibles, les contrats commerciaux à terme sont des instruments plus complexes, dont on peut considérer qu'ils nécessitent, au même titre que les contrats financiers à terme auxquels ils sont *de facto* identiques, une information minimale des clients qui y souscrivent. Il apparaît ensuite nécessaire d'offrir des garanties à ces acteurs sur les compétences des intermédiaires avec lesquels ils traitent et sur le fait que ceux-ci seront en mesure, par la mise en place d'une organisation adéquate, d'effectuer les opérations de manière efficace. Il s'agit, enfin, de les protéger contre les conflits d'intérêts auxquels un intermédiaire donné pourrait être exposé, entre différents clients, ou entre ses activités pour compte de tiers et ses activités de *trading* pour compte propre. Une illustration est la pratique dite de « *front-running* » qui consiste pour un *trader* à prendre une position pour compte propre en amont de la réalisation d'une transaction pour compte de tiers, afin que la première bénéficie de la seconde. Un exemple pourrait être l'achat de quotas pour compte propre en amont de l'achat d'un volume important de quotas pour le compte d'un client, qui permettrait ainsi au *trader* de bénéficier de la hausse des prix induites par la seconde opération, mais qui, en contrepartie, pourrait aboutir à renchérir le coût de l'opération pour le client.

En deuxième lieu, la nature de l'actif échangé, soit un quota immatériel, soulève des enjeux de protection des droits de propriétés des acteurs. Elle facilite en effet le transfert, par un acteur assujetti, de son allocation à un tiers afin qu'il la gère pour son compte. Cette possibilité de délégation de gestion, lorsqu'elle s'accompagne d'un transfert de quotas sur un compte au registre géré par l'intermédiaire, pose un problème de protection des droits de propriété. Les registres nationaux connaissent, en effet, uniquement la notion de compte propre. Cette absence de distinction entre compte propre et compte de tiers emporte des conséquences majeures dans la mesure où la propriété des quotas est exclusivement matérialisée, *de jure*, par leur inscription au registre dans le compte du bénéficiaire premier. Dès lors, l'inscription par un opérateur (dans le cadre d'une transaction pour le compte d'un

de ses clients), de quotas appartenant audit client, dans un compte dont il assure la gestion, entraîne mécaniquement le transfert de la propriété des quotas du client à l'opérateur. Les droits de propriété du client ne seraient par conséquent pas opposables, en cas de contentieux, ou de faillite. Le prêt de quota est par ailleurs impossible à retracer. Il apparaît donc nécessaire, afin de protéger les droits de propriété des acteurs, d'instaurer une différenciation, au sein des registres, entre comptes de tiers et comptes propres. L'introduction de la notion de compte de tiers devra permettre à un acteur de confier à un tiers la gestion d'un compte et des quotas qui y sont versés, tout en conservant la propriété des quotas. Cette disposition pourrait être introduite dans le projet de réforme du règlement sur les registres nationaux en 2011. Elle assurerait de plus une meilleure transparence des transactions retracées dans les registres. Outre l'introduction de cette disposition, il est également nécessaire d'imposer aux intermédiaires de protéger les droits de propriété de leurs clients, ainsi que de conserver des enregistrements des transactions réalisées, qui pourront être opposables en cas de contentieux.

Troisièmement, le caractère immatériel des actifs échangés et la simplicité d'accès au marché facilitent la participation d'acteurs frauduleux, ce qui peut justifier l'instauration d'une obligation de contrôle, par le Régulateur, des motifs de participation d'un nouvel acteur. Les risques posés par la facilité d'accès au marché ont été mis en évidence par la fraude à la TVA. Le marché du CO₂ se différencie ici des marchés de matières premières, où le caractère physique des produits échangés crée un coût d'entrée pour la participation au marché.

L'enjeu de protection des acteurs et de leurs droits apparaît d'autant plus critique que le basculement à un système d'adjudications en phase III pourrait se traduire par une intervention croissante des petits intervenants sur le marché de gré à gré. Il est en effet probable que des petits intervenants, qui voient aujourd'hui l'essentiel de leurs besoins de conformité couverts par l'allocation initiale et effectuent essentiellement des opérations d'ajustement sur le marché au comptant de leur position nette, ne participeront pas directement, ni même indirectement, aux adjudications, en raison des coûts associés. Ils devraient, dès lors, logiquement se tourner vers le marché secondaire. En raison des coûts d'entrée sur les marchés organisés, en particulier de trésorerie, les petits intervenants pourraient alors recourir principalement à des échanges de gré à gré en bilatéral pur durant la troisième phase du marché, soit des contrats commerciaux à terme non couverts par la réglementation financière.

Les enjeux posés, et les risques associés, diffèrent en fonction de la nature des activités poursuivies sur le marché.

Il convient de distinguer trois catégories principales d'activités.

- La première est l'achat et la vente de quotas ou de crédits, ou de produits de couverture, par des entreprises assujetties ou des acteurs intervenant dans le développement de projets MDP et MOC, à des fins de gestion des obligations réglementaires, ou de couverture contre le risque prix. Les transactions réalisées ici reflètent une position physique sous-jacente des acteurs. Elles n'emportent pas de risques particuliers : il s'agit *a contrario* de veiller à ce qu'elles puissent se dérouler dans des conditions adéquates d'efficience et d'équité.
- La seconde catégorie relève des activités pour compte de tiers, soit des activités d'intermédiation. Appartiennent notamment à cette catégorie : i) les activités

d'achat et de vente de quotas ou de crédits répondant à un besoin propre, non de l'acteur concerné, mais de son client ou de sa contrepartie, ii) la vente de produits de couverture, iii) l'exécution sur un marché organisé d'ordres pour le compte d'un client, iv) la réception et la transmission d'ordres provenant d'un client, v) la gestion pour le compte d'un client d'un portefeuille de quotas ou de crédits lui appartenant, vi) les prestations de conseil relatifs à des opérations portant sur des quotas ou des crédits.

Sur le marché du CO₂, ces activités relèvent principalement des institutions financières et des courtiers, avec des clients, assujettis notamment, pouvant être à la fois des entités de grande taille (clients professionnels au sens de la classification MIF⁸⁵) ou des petites et moyennes entreprises (clients de détail au sens de la même classification). Les *traders* en produits de base et les filiales de *trading* des producteurs d'électricité réalisent également des activités pour compte de tiers, mais essentiellement – quoique non exclusivement – avec des clients professionnels et des filiales du groupe auquel ils appartiennent.

Ces activités sont celles qui soulèvent les enjeux les plus forts de protection du bon fonctionnement général du marché et des intérêts des clients, notamment parce qu'elles font intervenir des clients de détail. Ce sont, en revanche, des activités dans le cadre desquelles le risque de déstabilisation du marché par une prise de risque excessive est en théorie nul : l'intermédiaire ne porte pas de risque de prix, ses positions étant en général couvertes. Par exemple, la vente d'un contrat à terme à échéance décembre 2010 va s'accompagner de l'achat à terme de ce même contrat, soit sur le marché organisé (opérations dites de *back-to-back*), soit auprès d'une tierce contrepartie.

- Le troisième type d'activités est le *trading* pour compte propre. Il correspond à la prise de positions ouvertes par un acteur sur le marché – *i.e.* permettant de bénéficier de l'évolution du prix du CO₂ - ou la réalisation d'opérations d'arbitrage⁸⁶, dans le but de générer un profit. Les entreprises intervenant pour compte propre

⁸⁵ La directive MIF distingue trois types de clients : les contreparties éligibles, les clients professionnels et les clients de détail. Sont considérées comme contreparties éligibles : les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les OPCVM et leurs sociétés de gestion, les fonds de retraite et leurs sociétés de gestion, les autres établissements financiers agréés ou réglementés au titre de la législation communautaire ou du droit national d'un État membre, les entreprises exemptées de l'application de la présente directive en vertu de l'article 2, paragraphe 1, points k) et l), les gouvernements nationaux et leurs services, y compris les organismes publics chargés de la gestion de la dette publique, les banques centrales et les organisations supranationales. Sont considérées comme clients professionnels les grandes entreprises réunissant deux des critères suivants, au niveau individuel: total du bilan supérieur à 20 millions d'euros, chiffre d'affaires net supérieur à 40 millions d'euros, capitaux propres supérieurs à 2 millions d'euros. Une entreprise peut même si elle ne vérifie pas les critères précédents, demander à être traitée comme client professionnel si elle est un intervenant régulier vérifiant deux des trois critères suivants : i) elle a effectué en moyenne dix transactions d'une taille significative par trimestre au cours des quatre trimestres précédents sur le marché concerné; ii) la valeur de son portefeuille d'instruments financiers, défini comme comprenant les dépôts bancaires et les instruments financiers, dépasse 500 000 euros; iii) elle occupe depuis au moins un an ou a occupé pendant au moins un an, dans le secteur financier, une position professionnelle requérant une connaissance des transactions ou des services envisagés. Les autres clients sont considérés comme des clients de détail.

⁸⁶ Par exemple, achat d'un contrat à terme à échéance décembre 2011, vente d'un contrat à terme décembre 2012, dans le but de bénéficier d'un écart de prix inférieur au coût de portage financier du volume de quotas en jeu.

sont principalement les banques d'investissement, les *traders* en matières premières, les filiales de *trading* des producteurs d'électricité, ainsi que les *hedge funds*.

Les opérations pour compte propre peuvent être mises en œuvre aussi bien sur des plates-formes de négociations que de gré à gré, avec des tiers. Cependant, dans ce dernier cas, les contreparties sont généralement des acteurs « sophistiqués » (ou professionnels au sens de la MIF) : autres banques d'investissement, *traders* en matières premières, filiales de *trading* des producteurs d'électricité. En raison de la sophistication des acteurs intervenant généralement dans des opérations pour compte propre, l'enjeu en termes de protection des intérêts des clients est moindre que pour les activités pour compte de tiers. En revanche, puisqu'il s'agit d'activités par essence risquées, elles emportent des enjeux de déstabilisation du marché, notamment dans le cas de l'éventuel défaut d'un acteur porteur d'un risque systémique.

Les mêmes acteurs effectuant généralement de manière conjointe des opérations pour compte propre et pour compte de tiers, se pose également la question de la prévention des conflits d'intérêts entre ces deux types d'activité.

La distinction entre compte propre et compte de tiers n'est pas toujours triviale. Une même opération de vente d'un contrat à terme à une contrepartie peut être considérée comme une opération pour compte de tiers ou pour compte propre, selon qu'elle donne lieu ou non à une prise de position ouverte par l'acteur concerné. Au-delà de la nature de l'activité, les enjeux de régulation doivent donc être appréciés à l'aune de paramètres explicites : la nature du client ou de la contrepartie (*i.e.* professionnel ou de détail) – et les besoins de protection qui en découlent - et la matérialisation ou non d'un risque de marché.

Il apparaît nécessaire, afin de protéger tant l'efficacité du marché que ses participants, d'améliorer l'encadrement des acteurs, de manière proportionnée aux risques qu'ils engendrent, et donc différenciée selon la nature des activités.

Dans le cas où, dans le cadre de la révision de la directive MIF, les exemptions existantes portant sur les *traders* de matières premières, ainsi que sur les filiales de *trading* des producteurs d'électricité ou des acteurs industriels, étaient révisées, le périmètre des activités régulées serait significativement étendu pour le marché du CO₂⁸⁷. Une telle disposition serait tout à fait substantielle pour le marché du CO₂, puisque ces acteurs comptent parmi les intervenants les plus actifs. Elle permettrait l'application de mesures de protection des clients et de bonne exécution ainsi que des obligations de fonds propres à des acteurs, si ceux-ci s'avéraient, par leur position centrale sur ces marchés, porteurs d'un risque systémique⁸⁸. Une telle mesure est cependant à considérer dans le cadre d'une réflexion plus large portant sur l'ensemble des marchés de matières premières.

⁸⁷ Il permettrait en effet de réguler l'ensemble des acteurs intervenant sur les marchés dérivés organisés, soit 70% des volumes échangés sur le marché du CO₂.

⁸⁸ Même si les *traders* en matières premières portent un risque systémique moindre que les grandes institutions financières car ils ne tiennent pas un même rôle central au sein du système financier, ce risque n'en demeure pas moins réel en raison des interconnexions fortes qui existent entre ces acteurs et les institutions financières, ainsi qu'entre ces acteurs eux-mêmes. Ils prennent en effet des positions ouvertes significatives sur le marché (la « *Value At Risk* » des grandes producteurs d'électricité est ainsi comparable à celles des banques d'investissement intervenant sur les marchés de matières premières). L'éventuel défaut d'un grand *trader* pourrait donc se répercuter sur ses contreparties, voire sur les institutions financières dont il est débiteur, et entraîner une déstabilisation des acteurs intervenant sur le marché concerné.

Une remise en cause, partielle ou totale, de l'exemption MIF pour les *traders* de matières premières, ainsi que les filiales de *trading* des producteurs d'électricité ou des acteurs industriels, ne comblerait cependant pas entièrement la faille de régulation identifiée, puisque les autres intermédiaires intervenant uniquement sur le marché des quotas au comptant et des contrats commerciaux à terme, resteraient non régulés.

Dès lors, un système d'agrément pourrait être instauré, pour les acteurs actuellement non régulés, intervenant sur le marché du CO₂ (marché organisé, ou marché de gré à gré).

Le champ de l'agrément pourrait être défini au regard des catégories d'activités préalablement identifiées. A titre d'exemple, pourrait être envisagée une procédure allégée (simple enregistrement) pour : i) les acteurs assujettis au marché européen des quotas intervenant uniquement à des fins de conformité ou de couverture de leur position nette en quotas, ii) les acteurs intervenant uniquement pour compte propre, sauf s'ils négocient de façon organisée et fréquente en dehors d'un marché organisé en entrant en négociation avec des tiers et iii) les entités intervenant avec des tiers appartenant au même groupe.

L'instauration d'un agrément aurait d'abord pour objectif de s'assurer que, l'entrée d'un nouvel acteur ne serait pas à même de déstabiliser le fonctionnement du marché du CO₂. Elle pourrait donc prendre la forme d'une procédure de vérification de compétence, d'expérience et d'intégrité, de l'existence d'une organisation interne adéquate et de la disponibilité de moyens financiers suffisants. L'impératif de solidité financière pourrait être rempli *via* une simple obligation de dotation initiale suffisante en fonds propres. Il conviendra d'analyser plus en détail si les acteurs en question posent un risque systémique justifiant d'exigences d'adéquation de fonds propres au sens strict.

Elle aurait ensuite pour objet, par l'instauration de règles de bonne conduite et de protection des intérêts des clients - obligations de prévention des conflits d'intérêts, d'information des clients, de bonne exécution et de protection de leurs droits de propriété. Ces règles pourraient être adaptées au niveau de sophistication du client, en s'inspirant, par exemple, de la classification MIF – qui pourrait être amenée à évoluer - des clients en trois catégories : contreparties éligibles, clients professionnels et clients de détail.

Enfin, elle pourrait prévoir des obligations de vigilance, à l'égard des contreparties, à fins de lutte contre le blanchiment de capitaux.

Au regard de la moindre complexité du marché au comptant, la mise en place d'un agrément spécifique permettrait, en comparaison d'une extension pure et simple des dispositions de la directive MIF, de définir des obligations proportionnées aux risques identifiés, et pourrait s'avérer mieux adaptée aux pratiques de certains de nos partenaires européens. Afin de ne pas multiplier les systèmes d'agrément, dans le cas où le choix serait fait d'une révision partielle des exemptions MIF *via* la création d'une procédure d'agrément spécifique, les deux systèmes pourraient être fusionnés.

Afin de garantir l'homogénéité du contrôle et d'éviter que le système d'agrément ne soit utilisé pour limiter l'accès au marché pour des motifs arbitraires, il est essentiel que les règles encadrant sa délivrance et les obligations qu'elles emportent soient définies de manière homogène au niveau européen. Les missions de délivrance de l'agrément et de contrôle du respect des obligations inhérentes pourraient néanmoins être confiées à des autorités nationales. Etant donnée la nature structurellement européenne du marché du CO₂ et afin de faciliter l'intégration et le développement de la finance carbone sur

l'ensemble de l'Union européenne, il conviendrait d'instaurer un passeport européen qui permettrait à une entité ayant obtenue un agrément dans un pays donné, d'exercer son activité dans le reste de l'Union européenne. De plus, il conviendrait de définir une seule procédure d'agrément pour la participation au marché primaire et au marché secondaire. En raison de la similitude avec les modalités d'agrément des prestataires de service d'investissements, les modalités d'agrément et de contrôle pourraient être rapprochées des modalités existantes sur les marchés financiers. En France, un rôle central pourrait ainsi être donné à l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP).

Encadré n°16 – Exemple de ce que pourraient être les modalités d'agrément pour des activités pour compte de tiers sur le marché du CO₂

Au regard de la similitude des objectifs poursuivis, le système d'agrément pourrait instaurer des obligations et règles s'inspirant des principes définis par la directive MIF, tout en les ajustant aux spécificités du marché du CO₂ et au niveau de risque. La délivrance de l'agrément pourrait être conditionnée à :

- *La vérification de l'honorabilité et de l'expérience des dirigeants ;*
- *L'identification des actionnaires ;*
- *La définition d'un minimum de compétences requises sur le marché du CO₂, afin d'éviter des interventions potentiellement déstabilisatrices ;*
- *La présentation d'un plan d'activité sur le marché du CO₂ ;*
- *La disposition des moyens financiers afférents à la conduite des activités envisagées ;*

Par ailleurs, les entités auxquelles un agrément aura été accordé pourraient être soumises aux règles et obligations suivantes :

- *Règles de prévention des conflits d'intérêt et de contrôle interne ;*
- *Règles de conduite générales visant à garantir la qualité d'exécution des opérations et à assurer la bonne information des clients ;*
- *Conservation d'un enregistrement de tout service fourni et de toute transaction effectuée ;*
- *Mise en place de mesures visant à protéger les droits de propriétés des clients ;*
- *Obligations de vigilance à l'égard de la clientèle s'inspirant de celles définies par la directive anti-blanchiment, quoique proportionnées aux risques pesant sur le marché du CO₂ ;*
- *L'agrément pourrait éventuellement inclure, outre des obligations de fonds propres initiaux, et/ ou des obligations d'adéquation des fonds propres au regard du niveau d'exposition au risque⁸⁹.*

⁸⁹ Il est en effet possible pour les acteurs non régulés de conclure des transactions avec des tiers portant sur des contrats de vente ou d'achat à terme de quotas. Ils font dans ce cas peser un risque de contrepartie sur leurs clients, d'autant plus élevé que ces acteurs interviennent par définition dans le cadre de transactions non compensées. Imposer des obligations de fonds propres aux acteurs non régulés offrirait donc des garanties supplémentaires de solidité financière et de stabilité aux assujettis ayant recours aux services de ces entités. Cette proposition rétablirait également une certaine équité entre les acteurs couverts par les directives MIF et CRD et les autres, le traitement différencié dont ces derniers bénéficient actuellement ne paraissant pas justifié par une différence fondamentale d'exposition au risque de contrepartie.

Les acteurs régulés, au titre de la directive MIF, ou d'une nouvelle réglementation sur les marchés de produits de base, comportant des dispositions équivalentes, devraient être exemptés de l'obtention de l'agrément : ils devraient cependant être soumis à des obligations équivalentes concernant les opérations réalisées sur le marché du CO₂. En effet, quoique régulés, les prestataires de services d'investissements ne sont pas couverts par des obligations de bonne exécution ou d'information des clients pour les opérations réalisées sur le marché au comptant ou des contrats commerciaux à terme, les dispositions de la directive MIF ne portant que sur les transactions d'instruments financiers.

Sur le marché des crédits internationaux, il apparaît pertinent de limiter le champ couvert par l'agrément aux activités de vente et d'achat de crédits à des acteurs européens. En effet, soumettre également les activités d'origination des acteurs européens à des contraintes réglementaires pourrait les placer dans une situation de désavantage compétitif par rapport à des entités non européennes. De manière symétrique, en revanche, toute entité non européenne souhaitant acheter ou vendre des crédits auprès d'entités européennes devrait bénéficier d'un agrément.

Outre l'objectif de protection des clients et du marché, l'instauration d'un agrément permettrait également d'instaurer un cadre clair et robuste d'intervention sur le marché du CO₂, à même de faciliter le développement de nouveaux acteurs sur le marché.

Recommandation n°7 : instaurer au niveau communautaire un dispositif d'agrément pour la participation au marché primaire et secondaire du CO₂, proportionné aux risques et adapté à la nature des activités des acteurs du marché.

Recommandation n°8 : mettre en place un groupe de travail réunissant les administrations concernées, la Banque de France, l'ACP, l'AMF et la CRE avec pour mission de préciser les modalités et les conditions de délivrance de l'agrément.

Recommandation n°9 : introduire dans les registres de quotas d'émissions de gaz à effet de serre une distinction entre compte propre et compte de tiers dans le cadre de la révision du règlement sur les registres attendue en 2011.

4.2.4 *Un cadre de régulation des plates-formes de négociation sur le marché au comptant devra être mis en place*

Sur le marché dérivé, les plates-formes de négociations sont soumises à un cadre de régulation strict défini par la directive MIF. Elles doivent, tout d'abord, obtenir un agrément en tant qu'entreprise de marché ou de prestataire de services d'investissements et sont soumises aux obligations conséquentes décrites *supra*. Elles sont de plus soumises à des règles spécifiques, liées au statut de la plate-forme de négociation qu'elles exploitent, qui peut être soit celui de Marché Réglementé, soit celui, moins contraignant, de Système Multilatéral de Négociation (SMN). Les plates-formes de négociation sur le marché dérivé sont soumises à des obligations de surveillance des transactions réalisées et de respect, par les acteurs, des règles de négociation du marché. Elles doivent ainsi contrôler les transactions réalisées dans le but de détecter d'éventuels abus de marché, ou des manquements aux règles encadrant le fonctionnement du marché. Elles sont également soumises à une obligation de signalement à l'autorité de surveillance de tout manquement important, de toute action de nature à perturber le bon fonctionnement du marché, ou de tout comportement potentiellement révélateur d'un abus de marché. Le statut de marché réglementé impose un encadrement plus strict de l'activité, notamment en termes

d'agrément de l'entreprise de marché et de conditions d'accès des membres au marché⁹⁰. Des autorités administratives, en France l'AMF et l'ACP, sont chargées au niveau national de vérifier la bonne application de ces règles et peuvent, en cas de manquements sanctionner et suspendre l'agrément des entités concernées. En Europe, la quasi-totalité des plates-formes de négociations sur le marché dérivé ont le statut de marché réglementé : ECX, EEX, Nordpool. Pour des raisons historiques tenant à la mise en place du marché de gros de l'électricité en France, *BlueNext Derivatives* a opté pour le statut de SMN. Dans la pratique cependant, les règles de fonctionnement définies par cette dernière s'apparentent à celles régissant le fonctionnement d'un marché réglementé.

Aucune régulation de niveau européen n'encadre en revanche les plates-formes de négociation sur le marché au comptant. Ainsi, *BlueNext* est agréée en tant que prestataire de services d'investissement uniquement dans le cadre de son activité d'exploitation d'un système multilatéral de négociation sur les dérivés sur CO₂.

Les règles de fonctionnement des marchés au comptant relèvent, par conséquent, de la mise en place de règles contractuelles par l'entreprise de marché, ou de l'application de règles définies par le droit national. Ainsi, en France, *BlueNext* a instauré sur son marché au comptant (*BlueNext Spot*) des règles d'accès au marché et d'encadrement des pratiques de marché de nature contractuelle, qui s'apparentent aux règles de la directive MIF. La qualification en tant que membre de *BlueNext Spot* est ainsi conditionnée à l'accord d'un comité interne qui s'assure de l'honorabilité des dirigeants, du caractère suffisant des ressources financières, du caractère approprié de l'organisation interne et de l'aptitude à la négociation de l'entité concernée et de ses employés. Ce contrôle est réalisé sur pièces. La Caisse des Dépôts et Consignations, en raison de l'ouverture du compte espèces, effectue ce contrôle. De plus, les membres s'engagent de manière contractuelle au respect d'un code de bonne conduite visant à garantir l'intégrité du marché et à le prémunir contre les abus de marché. En cas de suspicion de manquement à ces règles, *BlueNext* a la faculté de diligenter un audit et, le cas échéant, de suspendre un membre.

Pour pallier cette faille de la régulation, d'autres États membres, notamment l'Allemagne, ont défini des modalités de surveillance des plates-formes de marché au comptant en droit national.

⁹⁰ L'entreprise de marché doit, pour acquérir le statut de marché réglementé, obtenir un agrément spécifique conditionné à la vérification de l'honorabilité et de l'expérience des dirigeants de l'entreprise et respect d'exigences opérationnelles ou de gestion (articles 36 à 39 de la directive MIF). Elle doit établir des règles strictes d'admission des instruments financiers à la négociation (articles 40-41). L'accès aux marchés réglementés est ouvert aux entités ayant été agréées en tant qu'entreprises d'Investissement, ou établissements de crédit, par l'autorité compétente du pays d'origine et disposant à ce titre du passeport EEE. Pour les personnes morales ne disposant pas du passeport EEE, le marché réglementé doit vérifier (Article 42) que celles-ci présentent des garanties suffisantes d'honorabilité, présentent un niveau suffisant d'aptitude et de compétence pour la négociation, disposent le cas échéant d'une organisation appropriée et détiennent des ressources financières suffisantes, au regard du rôle qu'elles entendent jouer sur le marché (Art. 42). De plus, les marchés réglementés sont soumis à l'application de la directive abus de marché (directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003).

Encadré n°17 – Le cadre de régulation des plates-formes de négociation défini dans le droit national en Allemagne

Les dispositions prises au niveau national en Allemagne, ont étendu au marché au comptant le cadre de régulation des marchés réglementés d'instruments financiers.

Premièrement, la loi sur les bourses « Börsengesetz » (ou German Exchange Act de 2007) a étendu aux marchés réglementés au comptant les règles encadrant les marchés réglementés d'instruments financiers telles que définies par la directive MIF.

Deuxièmement, le Législateur allemand a instauré sur les marchés réglementés au comptant un système de supervision triple, identique à celui existant sur les marchés réglementés d'instruments financiers.

- la supervision du marché réglementé lui-même relève du Lander où est sise la plate-forme de négociation. Pour la bourse EEX, le Ministère de l'Economie et du Travail du Land de Saxe (Sächsische Staatsministerium für Wirtschaft und Arbeit, SMWA) est ainsi responsable du contrôle de l'application, par le marché réglementé, des règles définies par le German Exchange Act.

- la surveillance des échanges relève d'un organe de surveillance (Handelsüberwachungsstelle), propre au marché réglementé, chargé d'une surveillance au quotidien des transactions. Cet organe est directement placé sous l'autorité du ministère de l'Economie ou des Finances du Land concerné et relève donc d'un régime autonome par rapport à l'entreprise de marché.

Ainsi, dans le cas de la bourse EEX de Leipzig (Saxe), un département, composé de quatre personnes, placé sous l'autorité du Ministère de l'Economie et du Travail du Land de Saxe, est chargé de la surveillance quotidienne du marché. Cette surveillance porte aussi bien sur le marché au comptant que sur le marché dérivé. Chaque marché réglementé dispose de sa propre Commission des Sanctions, placée elle-aussi sous l'autorité du Ministère de l'Economie du Land concerné et autonome vis-à-vis du marché. Les procédures d'enquête et de sanctions concernant les manipulations de marché sont donc effectuées directement au niveau du marché réglementé, sous la supervision de l'office fédéral de contrôle des services financiers (BaFin). Les opérations d'initiés relèvent, quant à elles, directement de la BaFin. Ainsi, en cas de suspicion d'incidents, de délits d'initiés, ou de manipulations des cours, cet organe est tenu d'informer la BaFin, conformément à l'article 7 de la loi sur les bourses (Börsengesetz – BörsG), y compris lorsqu'ils portent sur le marché au comptant.

Enfin, en mai 2009, les quotas de CO₂ ont été intégrés, dans le champ d'application de l'article 20a, relatif à l'interdiction des abus de marché, de la loi fédérale relative aux transactions sur valeurs mobilières (Wertpapierhandelsgesetz, WpHG). Par une simple inclusion des quotas dans le champ d'application de l'article 20a, le dispositif de prévention et de sanction des abus de marché a donc été étendu au marché au comptant.

L'absence d'une régulation de niveau européen affaiblit le contrôle de l'intégrité et de l'efficacité du marché européen du CO₂. Il n'existe pas de dispositif européen garantissant la solidité et l'efficacité des plates-formes de négociation sur le marché au comptant. Il n'existe pas non plus de règles de niveau européen sur les conditions d'accès au marché, à même de garantir l'intégrité, la solidité financière et les capacités de *trading* des membres

des plates-formes de négociations. Il n'existe pas, enfin, d'obligations de surveillance par le gestionnaire du marché, des transactions réalisées. Même dans le cas où des règles contractuelles strictes ont été définies par le gestionnaire de la plate-forme de négociations, le pouvoir d'enquête et de contrôle de l'entreprise de marché est évidemment moindre que celui d'une autorité de surveillance. Il se fonde en effet non pas sur une base légale, mais sur des règles contractuelles, et donc *in fine* sur la bonne volonté des membres de s'y soumettre. De plus, les pouvoirs de sanction d'une plate-forme de négociation se limitent à une suspension, ou à une exclusion du marché et ne peuvent donner lieu, comme dans le champ de la réglementation financière, à des poursuites judiciaires ou administratives. Par ailleurs, un cadre strictement contractuel pourrait s'avérer problématique en cas de contentieux entre un membre et la plate-forme de négociation. Enfin, l'absence d'une réglementation européenne engendre une hétérogénéité des modalités d'encadrement entre les pays européens, fonction des droits nationaux, à même de favoriser des arbitrages réglementaires de la part des acteurs.

Un encadrement des plates-formes de négociation sur le marché au comptant apparaît nécessaire pour garantir le bon fonctionnement du marché et s'assurer de la confiance des participants. Dans la mesure où les enjeux de stabilité et de solidité de l'entreprise de marché, de bonne gestion des opérations et de surveillance du marché organisé apparaissent comparables sur les marchés au comptant et dérivé, les règles adéquates pourraient être *a minima* similaires à celles définies par la directive MIF pour les systèmes multilatéraux de négociation. L'accès à la plate-forme de négociation pourrait être limité aux assujettis et à leurs filiales, aux entreprises d'investissement et établissements de crédit, ainsi qu'aux personnes disposant de l'agrément décrit *supra*. Le gestionnaire du marché au comptant pourrait être également soumis à une obligation de surveillance des transactions réalisées et de signalement aux autorités de surveillance de tout manquement important à ses règles, ou de toute condition de nature à perturber le bon fonctionnement du marché ou tout comportement potentiellement révélateur d'un abus de marché.

Recommandation n°10 : soumettre les plates-formes de négociation au comptant à un ensemble de règles a minima similaires à celles définies pour les systèmes multilatéraux de négociation sur les marchés dérivés. Prendre cette initiative dès 2010 au niveau national, sans attendre une éventuelle mesure communautaire.

En l'attente de la mise en œuvre d'un cadre de régulation européen, une initiative conservatoire devrait être prise au niveau national pour encadrer les plates-formes de négociation sur le marché au comptant – en l'occurrence *BlueNext Spot*. Sauf à définir de nouvelles règles d'encadrement des plates-formes de négociation sur le marché au comptant dans le cadre de la directive MIF, une directive européenne s'avérera nécessaire à la mise en œuvre des recommandations précédentes. Il semble dans ce cas peu probable qu'elle puisse rentrer en application avant 2012, puisque les travaux législatifs pourront se dérouler au mieux courant 2011. Or, la France a sur cette question une responsabilité particulière liée à la présence sur son territoire national de la principale plate-forme de négociation sur le marché au comptant en Europe, *BlueNext Spot*. La France ne peut de plus durablement rester en retrait d'autres États sur le niveau de régulation des plates-formes de négociation sur le marché au comptant. Afin de combler ce déficit de régulation, la France pourrait ainsi prendre l'initiative de définir un cadre de régulation national, qu'elle pourrait aligner *a minima* sur les dispositifs mis en place par d'autres États européens. Il aurait ensuite vocation à être remplacé par des dispositions européennes.

4.3 Le contrôle de l'honorabilité des participants doit être renforcé, notamment pour lutter contre le blanchiment de capitaux

4.3.1 *L'accès au marché secondaire s'est jusqu'ici fondé sur le principe d'une ouverture complète, dont la fraude à la TVA a démontré les risques associés*

Le Législateur européen n'a pas créé de base juridique pour subordonner à un contrôle de l'honorabilité des acteurs l'ouverture d'un compte dans les registres nationaux de quotas d'émissions de gaz à effet de serre alors que ces derniers constituent *de facto* la porte d'entrée sur le marché du CO₂. Il en résulte que seules des informations sur l'identité du détenteur du compte peuvent être demandées par l'administrateur du registre et que les seuls motifs de refus d'ouverture d'un compte sont la détention de 99 comptes par la personne concernée, ou le refus de se conformer aux exigences de sécurité et d'utilisation de l'interface électronique. Les textes actuels ne permettent donc pas de refuser l'ouverture d'un compte au registre et / ou de le clôturer, notamment dans une perspective de lutte contre la fraude ou le blanchiment de capitaux. Ce libre accès au registre a abouti à la détention de comptes par une population hétéroclite de personnes morales dont l'objet social a peu de liens évidents avec le marché du CO₂, voire de personnes physiques.

Le contrôle des participants au marché repose donc, *in fine*, sur les acteurs soumis aux obligations de contrôle au titre de la directive contre le blanchiment de capitaux, et demeure, de ce fait, incomplet. La directive anti-blanchiment (directive 2005/60/CE du 26 octobre 2005) impose aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement de contrôler l'identité et la nature des activités de leurs clients ou contreparties et de saisir, en cas de doute, les services de lutte anti-blanchiment. Cependant, une part significative des acteurs du marché du CO₂ ne relevant pas des catégories citées (*i.e.* les industriels, les filiales de *trading*, ainsi que les intermédiaires et prestataires de services pour tiers actifs uniquement sur le marché au comptant), ils ne sont pas soumis à ces obligations. En particulier, l'accès à un marché organisé au comptant n'est pas soumis au dispositif de lutte anti-blanchiment, même si un tel contrôle peut être exercé par la plate-forme de manière contractuelle et volontaire. Par exemple, dans le cas de *BlueNext*, cette obligation lui échoit en sa qualité d'entreprise d'investissement. Par ailleurs, pour devenir membre de *BlueNext Spot*, il est également nécessaire d'ouvrir un compte bancaire auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC). Aussi, l'entité concernée devra également se soumettre au contrôle que la CDC a également le devoir d'exercer en vertu de la directive anti-blanchiment.

Encadré n°18 – les registres de quotas d'émissions de gaz à effet de serre

Le rôle des registres de quotas d'émissions est de matérialiser la propriété des quotas de gaz à effet de serre, par l'inscription en compte et d'assurer la traçabilité de chaque quota, et donc de chaque tonne de CO₂. Ils constituent donc l'infrastructure de comptabilité matière sur la base de laquelle fonctionne le système communautaire des quotas. L'ouverture d'un compte au registre est obligatoire pour les entreprises assujetties, qui doivent posséder un compte d'exploitant, et est nécessaire pour tout acteur, hors entreprise assujettie, souhaitant intervenir sur le marché du CO₂, qui doit alors ouvrir un compte de personne. Les registres de quotas d'émissions de GES constituent donc l'unique voie d'accès matérielle ou physique au marché du CO₂.

Un compte peut détenir les différents types d'actifs carbone : quotas européens et crédits Kyoto (en particulier URE et URCE). La traçabilité est assurée par l'attribution à chaque quota d'un numéro de série.

Chaque pays européen dispose aujourd'hui de son propre registre, chaque registre étant relié au registre international géré par la Convention Cadre des Nations Unies sur les Changements Climatiques, l'International Transaction Log (ITL), qui assure la comptabilisation et le suivi de l'ensemble des actifs carbone créés dans le cadre du Protocole de Kyoto. L'ITL constitue le registre de référence, chaque mouvement dans un registre national devant être validé en temps réel dans l'ITL. La Commission européenne a également créé un registre de niveau communautaire, le Community International Transaction Log (CITL), afin d'assurer le suivi des mouvements effectués dans le cadre du SCEQE et le respect des règles communautaires. A compter de 2012, l'infrastructure des registres européens subira une évolution majeure, avec l'unification de l'ensemble des registres, au sein d'une infrastructure commune. L'administration du registre demeurera cependant une compétence nationale.

La gestion des registres nationaux relève de la compétence des pouvoirs publics – en général les ministères de l'environnement, qui peuvent en déléguer la gestion. En France, le Ministère de l'Ecologie, de l'Energie, du Développement Durable et de la Mer, a ainsi délégué la gestion du registre à la Caisse des Dépôts et Consignations. Les modalités de délégation à une tierce partie de cette mission d'autorité publique ne font pas l'objet de règles spécifiques. Il est donc de la responsabilité des États de s'assurer de la bonne application des règles, voire d'encadrer les modalités de délégation par le biais d'accords contractuels ou de conventions.

Les risques posés par un accès totalement ouvert au registre et donc au marché du CO₂ se sont matérialisés avec l'épisode de la fraude à la TVA en 2009 qui a illustré la perméabilité du marché aux pratiques frauduleuses. Elle résulte de l'effet combiné d'un accès ouvert, du caractère immatériel des quotas et de la liquidité du marché, qui a permis d'atteindre des volumes de transactions élevés. Même si la modification du régime de TVA appliqué aux quotas doit permettre d'éliminer le risque de fraude carrousel à la TVA, le risque associé à d'autres pratiques frauduleuses, telles que le blanchiment de capitaux, demeure⁹¹. Ce dernier risque porte, en particulier, sur le marché au comptant : du fait même du décalage temporel entre la conclusion de la transaction et le règlement-livraison, un marché dérivé présente un intérêt moindre pour le blanchiment de capitaux, même si le risque ne peut être écarté. Le marché des crédits internationaux (URCE et URE) pourrait, quant à lui, s'avérer particulièrement « attractif » pour le blanchiment des capitaux puisqu'il permet, par nature, de réaliser des transferts de valeur sur un périmètre géographique plus large que la seule Union européenne. La survenue d'autres détournements significatifs, frauduleux ou crapuleux, du marché du CO₂ risquerait de mettre grandement en péril la légitimité même de cet outil de lutte contre le changement climatique.

Il est donc indispensable de renforcer le contrôle de l'honorabilité des participants. Un tel renforcement doit passer premièrement par un contrôle accru des participants lors de l'accès au registre, qui constitue le point de passage obligé pour tout acteur sur le marché. Il pourra également se fonder sur un renforcement des obligations de contrôle portant sur les acteurs par les intermédiaires eux-mêmes.

⁹¹ A noter que des soupçons pèsent sur les opérations de fraude carrousel à la TVA qui auraient pu consister également en des opérations de blanchiment de capitaux. Ainsi, dans le cadre des enquêtes menées sur l'ensemble de l'Union européenne sur les fraudes carrousel à la TVA, les autorités norvégiennes ont récemment arrêté des individus, à la fois pour fraude à la TVA et pour blanchiment de capitaux.

4.3.2 *Le renforcement du contrôle des participants passe, en premier lieu, par le registre : les récentes dispositions prises en ce sens pourront être renforcées dès 2012 par des dispositions nationales et, à moyen terme, par un renforcement du dispositif européen*

Les registres de quotas d'émissions de gaz à effet de serre constituent un point privilégié pour assurer le contrôle de l'honorabilité des participants. De nouvelles dispositions permettant de renforcer le contrôle de l'accès au registre ont ainsi été prises dans le nouveau règlement sur les registres, adopté en comitologie lors du vote du Comité du Changement Climatique du 17 février 2010. Le texte donne désormais pouvoir à l'administrateur du registre de refuser l'ouverture d'un compte et de suspendre ou clôturer un compte. Le demandeur pourra faire appel de la décision auprès d'une autorité désignée par le droit national qui pourra annuler la décision de l'administrateur du registre, ou la justifier par l'existence d'une enquête pour fraude, blanchiment de capitaux ou financement du terrorisme, ou par tout autre motif prévu par la législation nationale. Il ouvre également la possibilité d'un partage d'informations, au niveau européen, avec les autorités et instances judiciaires compétentes dont Europol et l'Office Européen de Lutte Anti-Fraude (l'OLAF). Il permettra enfin aux administrateurs des registres d'alerter les autorités nationales compétentes (par exemple, Tracfin pour la France) dans le cas d'échanges portant sur des volumes anormaux.

Le nouveau règlement sur le registre ouvre donc la voie à un renforcement du contrôle de l'accès au marché, selon une logique proche des dispositifs existants de lutte contre le blanchiment de capitaux. De plus, il prévoit l'application de ces dispositions dès la publication officielle du règlement au Journal Officiel de l'Union européenne.

Une fois le règlement applicable, un renforcement significatif du dispositif au niveau national sera nécessaire. Il s'agira, tout d'abord, de définir l'autorité compétente chargée de valider ou d'annuler la décision de refus d'ouverture de compte du teneur de registre. L'autorité en question devra témoigner à la fois d'une bonne connaissance du marché du CO₂, mais également des méthodes de lutte contre la délinquance financière. Il conviendra ensuite de définir en droit national les motifs pouvant justifier d'un refus d'ouverture de compte. Un élargissement de ces motifs apparaît indispensable par rapport à la seule condition prévue en l'état par le règlement européen : l'existence d'une enquête pour faits de délinquance financière portant sur l'entité demandant l'ouverture du compte. En effet, les cellules en charge de ces enquêtes – en France, Tracfin – n'ont pas le droit de communiquer sur les enquêtes en cours, excepté vis-à-vis des autorités judiciaires. Deux modalités de définition des motifs de refus d'ouverture (ou de suspension) de compte sont envisageables. La première serait d'exercer le refus sur le fondement de motifs étayés. La seconde serait de l'exercer sur le fondement de simple suspicion ou de doute, comme les entités soumises au dispositif de lutte contre le blanchiment de capitaux doivent aujourd'hui refuser de leur propre initiative d'établir une relation d'affaires ou d'exécuter une opération en cas de doutes à l'égard d'un de leurs clients.

Une solution pourrait consister à appliquer l'intégralité du dispositif de lutte contre le blanchiment de capitaux au teneur de registre, mais les conséquences opérationnelles doivent être mises en regard de l'acuité des risques. Le dispositif anti-blanchiment a en effet été premièrement conçu pour empêcher l'injection de fonds dans le circuit bancaire par le versement à un compte, point de départ de tout circuit de blanchiment. L'utilisation du marché du CO₂ à des fins de blanchiment de capitaux s'inscrirait dans une logique de

diffusion de fonds, déjà entrés dans le circuit bancaire, passée la première barrière du contrôle par un établissement financier. Le contrôle au niveau du registre ne constituerait donc qu'une barrière de second niveau, qui mérite à ce titre d'être ajustée et dont les modalités précises doivent être plus précisément définies.

Recommandation n°11 : au niveau national, mettre en place, au premier semestre 2010, un groupe de travail réunissant le teneur du registre, Tracfin, l'AMF, et les administrations concernées, pour l'élaboration d'un dispositif national visant à appliquer et renforcer dès 2010 les dispositions de contrôle de l'accès au registre national, énoncées par le nouveau règlement européen sur les registres.

Encadré n°19 – Les obligations relatives à la lutte contre le blanchiment de capitaux prévues par le Code Monétaire et Financier

Les personnes physiques et morales soumises aux obligations de lutte contre le blanchiment de capitaux sont tenues à l'obligation de vérifier l'identité des clients potentiels avec lesquels elles envisagent l'établissement d'une relation d'affaire et de procéder ensuite à un examen attentif des opérations réalisées (Articles 651-5 et 561-6).

Les modalités de contrôle peuvent être ajustées en fonction de l'appréciation du risque posé par la contrepartie (Articles 561-9 et 561-10). Dans l'éventualité où elles ne sont pas en mesure d'identifier leur client ou d'obtenir les informations demandées, elles sont tenues de ne pas effectuer d'opérations ou de mettre fin à la relation d'affaire (Article 561-8). Les informations relatives à l'identification des clients doivent être conservées pendant 5 ans (Article 561-12).

Elles sont soumises à une obligation de déclaration à la cellule de renseignement financier nationale, en l'occurrence Tracfin en cas de soupçons de fraude fiscale, blanchiment de capitaux ou financement du terrorisme et sont tenues d'éviter de réaliser toute opération en cas de doute (Articles 561-15 et 561-16).

Elles sont tenues de mettre en place des systèmes internes d'évaluation et de gestion du risque de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme et de former leur personnel au respect des obligations mentionnées supra (Articles 561-32, 561-33).

A moyen terme, le dispositif de contrôle de l'accès au registre devra être renforcé et harmonisé au niveau européen, afin d'éviter que certains acteurs n'entrent sur le marché par l'intermédiaire des registres des États les moins disants en matière de contrôle. Les dispositions adoptées dans le cadre du nouveau règlement sur les registres reportent en effet la charge de la définition du dispositif opérationnel de lutte contre le blanchiment sur les États membres. Cette situation n'est pas satisfaisante. Elle présente le risque d'une très forte hétérogénéité entre États membres quant à la robustesse du dispositif de contrôle et à son application opérationnelle, ce qui pourrait fragiliser le contrôle de l'accès au marché dans son ensemble. Rappelons que la France est dans une situation privilégiée en ayant confié la tenue du registre à la Caisse des Dépôts et Consignations qui dispose d'une réelle expérience en la matière. Tel n'est pas le cas de nombre de teneurs de registre en Europe, et on peut s'interroger de la capacité de certains Ministères de l'Environnement, ou agences placées dans leur orbite, à mener ce type de contrôle de manière efficace. Les acteurs ayant des visées frauduleuses pourront donc entrer sur le marché du CO₂ en ouvrant un compte dans le registre national de l'État appliquant le contrôle le moins contraignant. Il est donc

nécessaire de travailler dans le cadre de la prochaine révision du règlement sur les registres, au renforcement du dispositif de contrôle instauré par le règlement adopté le 17 février 2010, en établissant des règles opérationnelles robustes et homogènes au niveau européen. La France, qui a joué un rôle actif de sensibilisation de ses partenaires européens aux questions de contrôle de l'accès devra continuer à jouer un rôle moteur sur ce plan. A cet égard, il conviendra, notamment, d'assurer une homogénéisation des pratiques entre les teneurs de registre. Elle impliquera des dispositions expresses pour s'assurer que chaque teneur de registre dispose de l'expérience nécessaire en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux (ou s'appuie sur les services nationaux compétents). De même, un pouvoir de vérification et, en tant que de besoin, de sanction, vis-à-vis des teneurs de registres ne respectant pas les règles fixées devra être mis en place.

Recommandation n°12 : proposer à la Commission européenne d'intégrer, dans le prochain règlement sur les registres nationaux, des dispositions visant à assurer l'homogénéité des contrôles anti-blanchiment par les 27 teneurs de registres nationaux.

4.3.3 Des règles de contrôle de l'intégrité des participants, s'inspirant de la réglementation financière sur la lutte anti-blanchiment de capitaux, pourraient de plus être imposées dans le cadre de l'agrément régissant les activités d'intermédiation sur le marché au comptant

Il est nécessaire que le contrôle de l'intégrité du marché ne repose pas uniquement sur le teneur de registre, et que les différents acteurs et intermédiaires sur le marché y jouent un rôle. En effet, un contrôle aux différents maillons de la chaîne est nécessaire et conforme à la logique adoptée sur les marchés financiers, où chaque entreprise d'investissement et chaque établissement de crédit est responsable de la réalisation de ses propres contrôles.

L'exonération d'une grande partie des acteurs du marché de toute obligation de contrôle et de vigilance à l'égard de leurs clients constitue un facteur de risques. Aujourd'hui, en application de la directive AML – ou anti-blanchiment (directive 2005/60/CE du 26 octobre 2005), sur le marché du CO₂, seules les entités ayant le statut de prestataires de services d'investissement ou d'établissements de crédit sont couvertes par des obligations de vigilance à l'égard de leur clientèle et de déclaration en cas de doutes aux autorités compétentes. Les courtiers n'intervenant pas sur le marché dérivé régulé et les *traders* exemptés de la directive MIF ne sont ainsi pas assujettis à cette obligation. Il est donc possible, *via* une entité non soumise à l'application de la directive à laquelle un acteur soustraitera la gestion d'opérations sur quotas, de s'exonérer de toute obligation de contrôle. Cette faille appert d'autant plus dommageable qu'après l'épisode de fraude à la TVA, tout nouvel incident de ce type risquerait de porter atteinte de manière durable à la crédibilité du marché.

Il apparaît par conséquent nécessaire de soumettre les opérateurs de marché et courtiers actuellement non couverts par la directive AML à des obligations similaires de vigilance à l'égard de leur clientèle et de déclaration aux autorités compétentes. Le périmètre visé étant identique, cette obligation pourrait être incluse dans le dispositif d'agrément qu'il est proposé d'instaurer pour réguler les activités pour compte de tiers sur le marché du CO₂.

5 Une plus grande transparence sur les fondamentaux du marché et une stabilité réglementaire accrue sont nécessaires pour assurer la robustesse du signal-prix et la confiance des acteurs envers le marché

Un niveau de transparence élevé sur les composantes fondamentales de l'offre et de la demande de quotas, est essentiel pour un fonctionnement efficace du marché du CO₂. L'impératif de transparence comporte un double enjeu. En permettant aux acteurs de mieux appréhender l'équilibre offre-demande, il conditionne la robustesse du signal-prix, qui peut ainsi refléter de manière plus précise les fondamentaux du marché. Il permet également de réduire l'asymétrie d'information entre les différents acteurs du marché. L'enjeu de transparence affecte les deux composantes de l'équilibre du marché : i/ l'offre de quotas, liée aux décisions de nature réglementaire concernant le plafond de quotas alloués aux acteurs, ainsi qu'aux crédits internationaux en circulation et qui constitue aujourd'hui la principale source d'incertitude sur l'équilibre fondamental du marché ; ii/la demande de quotas, principalement liée aux émissions de gaz à effet de serre des installations assujetties au marché.

5.1 Les pouvoirs publics doivent réduire l'incertitude réglementaire pesant sur le marché du CO₂ par une transparence accrue et une clarification des règles relatives à l'offre de quotas

Le marché du CO₂ souffre aujourd'hui d'un déficit important de transparence et de stabilité sur les paramètres déterminant l'offre de quotas.

En phase II du marché, ce déficit de transparence porte principalement sur deux déterminants de l'offre : l'état des Réserves Nouveaux Entrants (RNE) et les règles de report en avant de crédits internationaux vers la phase III (2013-2020). La principale composante de l'offre, les volumes alloués par chacun des pays aux installations assujetties existantes, est en effet connue pour la plupart des pays, les Plans Nationaux d'Allocations des Quotas (PNAQ) ayant défini en amont du début de période l'allocation de quotas que recevra chacune des installations existantes.

Un certain nombre d'incertitudes continue cependant à peser sur les modalités d'allocation des quotas, voire sur les PNAQ eux-mêmes. Tout d'abord, les contentieux existants entre la Commission européenne et huit États membres sur leurs PNAQ emportent une incertitude significative sur l'offre globale de quotas en phase II, puisque leur dénouement pourrait engendrer une augmentation du plafond global de 90 Mt par an (soit de plus de 4,5%)⁹². Ensuite, des incertitudes sur les modalités d'application des PNAQ ou sur les PNAQ eux-

⁹² Le 23 septembre 2009, le Tribunal européen de première instance (TPI) a annulé la décision de la Commission européenne sur l'allocation de phase II de l'Estonie et de la Pologne, suite aux recours déposés en 2007 devant le rejet par la Commission européenne des PNAQ de ces deux pays, qu'elle jugeait insuffisamment contraignants. La Commission européenne a fait appel de ce jugement le 3 décembre 2009, devant la Cour de justice de l'Union européenne, ce qui suspend la décision d'annulation. Six autres pays ont également contesté la décision de la Commission : la Bulgarie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la République Tchèque et la Roumanie. Sur l'ensemble des 8 pays, l'écart entre les allocations demandées par les pays et le niveau accepté par la Commission européenne est de l'ordre de 165Mt/an. La Pologne a abandonné sa requête d'obtenir une augmentation du plafond d'émission de 75 Mt.

mêmes ont conduit certains États, dont la France⁹³, à repousser, totalement ou partiellement, l'allocation des quotas de plusieurs mois. Ces incertitudes sont cependant inhérentes à la gestion même du système d'échanges de quotas en phase II, avec un partage des responsabilités entre la Commission européenne et les États membres, et dépassent très largement les seules questions de transparence.

Une opacité certaine règne sur la gestion par les États membres de leurs Réserves Nouveaux Entrants : elle nuit à l'appréhension de l'équilibre du marché par les participants. En vertu de l'article 11 alinéa 3 de la directive 2003/87/CE, chaque PNAQ prévoit la création d'une réserve de quotas non alloués qui pourront être progressivement attribués aux nouveaux entrants, *i.e.* aux installations ayant obtenu une autorisation d'exploitation à une date ultérieure à l'agrément du PNAQ. Elles peuvent consister soit en l'extension d'une installation existante soit en la création d'une nouvelle installation émettrice. Le volume de quotas conservés dans la RNE de chaque État membre évolue de façon dynamique, en fonction de l'arrivée des nouveaux entrants dans le système, du reversement éventuel à la RNE des quotas qui avaient été réservés aux installations ayant fermé en cours de période⁹⁴, et d'éventuels programmes d'acquisition de quotas par les États. En fin de période, soit en 2012, l'éventuel reliquat de quotas restant dans la réserve pourra être vendu sur le marché, reconverti en Unités de Quantité Attribuées (UQA), ou annulé.

La taille cumulée des différentes RNE en fait un déterminant significatif de l'offre de quotas, susceptible d'avoir une influence sensible sur le prix, en particulier en fin de phase II. Sur la totalité de la période 2008-2012, la taille totale des RNE a été estimée par la Deutsche Bank⁹⁵ à 539Mt, soit 5% de l'allocation sur 5 ans. Plus important, sous le double effet de la crise qui a conduit à une réduction des besoins des nouveaux entrants et à une augmentation des fermetures d'installations, les RNE des États membres devraient se trouver, en fin de période, dans une situation globalement excédentaire. Le surplus de l'ensemble des RNE en fin de période, qui a été estimé, toujours par la *Deutsche Bank*, à 234Mt - soit plus de 10% de l'allocation de 2012, pourrait ainsi, s'il était revendu par les États sur le marché, contribuer à augmenter significativement l'offre de quotas.

Or la gestion des RNE par les États membres demeure pour les acteurs une boîte noire, par manque d'informations organisées et directement disponibles. Si un montant de quotas en réserve est donné pour chaque pays par le CITL, il ne reflète pas systématiquement l'ensemble des mouvements. En l'absence de la publication de données claires sur les sorties et les entrées de quotas dans les RNE, les analystes en sont, en effet, réduits à essayer de recomposer les mouvements nets de quotas, en se fondant sur le registre communautaire. La consolidation de l'information est également rendue difficile par la dispersion des données dans les documents fournis par les 27 États membres, dans les langues nationales

⁹³ En raison du sous-dimensionnement de la Réserve Nouveaux Entrants, l'article 8 de la Loi de Finances Rectificative du 30 décembre 2008 prévoyait de vendre aux enchères des quotas défalqués des allocations gratuites des électriciens et d'utiliser les recettes de ces ventes pour financer l'acquisition de quotas pour abonder la RNE. L'incertitude pesant sur la possibilité de mettre en œuvre le dispositif prévu a conduit la France à retarder la délivrance des quotas aux électriciens en 2009, qui n'ont été alloués qu'en décembre.

⁹⁴ Le reversement à la RNE des quotas des installations ayant fermé n'est pas automatique et résulte des règles fixées par les États qui peuvent opter alternativement pour une vente des quotas sur le marché ou une conversion en UQA.

⁹⁵ LEWIS (MARK), et CURIEN (Isabelle) *An ABC of the NER : a closer look at the Phase-2 Reserves*, 26 février 2010, Deutsche Bank.

et dans des formats qui ne sont pas toujours homogènes. La transparence des données sur l'état de la RNE devrait cependant augmenter avec la mise en place d'une nouvelle fonctionnalité entre registre national et registre communautaire permettant un suivi plus précis des entrées et sorties de la RNE. Un pas supplémentaire pourrait être la communication par les États de volumes de quotas de la RNE qui seront alloués aux nouveaux entrants déjà enregistrés. Par ailleurs, un certain nombre de règles conditionnant la gestion de la RNE ont été laissées à l'appréciation des États membres (par exemple la gestion des quotas des installations ayant fermé, ou les modalités de gestion du surplus de la RNE en fin de période) et n'ont pas systématiquement fait l'objet d'une définition, ni d'une publication par les États. La Commission a néanmoins récemment demandé aux États membres leurs intentions en ce qui concerne le traitement des quotas qui resteraient dans la RNE en fin de période (annulation, mise aux enchères, transformation en UQA) et le traitement des quotas alloués aux installations qui ferment. En effet, l'article 9 de la directive 2003/87/CE révisée prévoit que la Commission doit publier, d'ici le 30 juin 2010, « *la quantité totale de quotas pour l'ensemble de la Communauté pour 2013, en se fondant sur les quantités totales de quotas délivrées ou à délivrer par les États membres, conformément aux décisions de la Commission relatives à leurs plans nationaux d'allocation de quotas pour la période 2008-2012.* »

Afin de pallier ce déficit de transparence, les États pourraient instaurer une publication de l'état de leur Réserves Nouveaux Entrants. Les États pourraient ainsi publier : le volume initial de la RNE, le volume actuel de quotas présents dans la RNE, les flux d'entrée et de sortie depuis le début de la période, ainsi que leurs intentions quant aux quotas des installations fermées en cours de périodes. Ces données devraient être actualisées régulièrement, à une fréquence *a minima* annuelle, en ligne avec le calendrier de fonctionnement du marché européen des quotas, et publiées selon des modalités uniformes.

Il paraît également nécessaire de renforcer la transparence sur les opérations sur le marché effectuées par les États. La stratégie de conformité des États dans le cadre du Protocole de Kyoto a un impact potentiel important sur le marché européen du CO₂. Les États « courts » (ceux dont les émissions sont supérieures à leur objectif) ont en effet la possibilité d'acquérir des crédits internationaux, éligibles dans le cadre du marché de permis européen, pour réaliser leur mise en conformité. Dès lors, étant donné les volumes en jeu⁹⁶, l'équilibre entre l'offre et la demande de crédits internationaux dépend en grande partie de la stratégie d'acquisition des pouvoirs publics. Une meilleure visibilité sur la stratégie des grands pays acheteurs permettrait de clarifier utilement l'état de la demande sur le marché des crédits internationaux.

A noter également que les États membres peuvent être des acteurs sur le marché des quotas européens d'une taille significative, notamment dans le cadre de la mise aux enchères en phase II. Par ailleurs, aucune règle européenne ne s'oppose aujourd'hui à ce qu'un État effectue des opérations d'achat sur le marché – par exemple dans l'hypothèse d'un nécessaire abondement des Réserves Nouveaux Entrants.

De plus, afin d'assurer une mise à disposition efficace de ces données au public, un système de consolidation et de publication des informations relatives à l'offre de quotas

⁹⁶ Pour mémoire, le programme d'acquisition du gouvernement Japonais est de l'ordre de 100 millions de tonnes.

pourrait être mis en place au niveau européen, permettant au public et à tout acteur du marché de disposer rapidement d'une vision synthétique de l'offre de quotas.

Par ailleurs, un effort devrait être fait par l'ensemble des États membres pour clarifier les règles qui n'ont pas encore été définies, sur la gestion de la RNE comme sur les modalités d'utilisation des crédits internationaux.

La phase III, en transférant la définition d'une partie des paramètres de l'offre de quotas des États membres vers la Commission européenne⁹⁷ devrait permettre d'améliorer significativement la transparence sur les fondamentaux de l'offre. L'article 10 bis de la directive 2003/87/CE révisée prévoit d'ailleurs explicitement la quantité de quotas réservée aux nouveaux entrants et le principe de la mise en enchères du reliquat éventuel en fin de période.

De plus, en phase III, des obligations strictes devront porter sur la publication des informations relatives aux modalités de mise aux enchères des quotas et d'allocation gratuite aux secteurs exposés aux fuites de carbone. La phase III verra, en effet, le champ des déterminants de l'offre de quotas s'étendre aux modalités d'organisation des enchères de quotas. Le caractère prévisible et pérenne du calendrier d'adjudication sera essentiel pour permettre aux acteurs de s'y préparer et limiter les incertitudes et chocs réglementaires. Il convient donc ici de réitérer les recommandations faites par le groupe de travail présidé par Jean-Michel Charpin : définir, très en amont des adjudications, le calendrier des enchères et le volume des adjudications et n'autoriser des remaniements de ce calendrier que de manière exceptionnelle et selon des règles préétablies. Afin de permettre aux acteurs de disposer d'une visibilité sur l'ensemble des paramètres de l'offre de quotas, les données relatives à l'allocation gratuite de quotas aux secteurs exposés aux fuites de carbone devront également être publiées suffisamment en amont de la phase III.

Recommandation n°13 : promouvoir, au niveau européen, la création d'un système unique de consolidation et de publication des données portant sur l'offre de quotas.

Recommandation n°14 : promouvoir, au niveau européen, des règles de transparence sur la gestion de la Réserve Nouveaux Entrants par les États membres, via une publication selon la même fréquence que celle demandée aux assujettis, ainsi qu'une publication des transactions des États sur quotas et sur crédits de projet.

Prévoir également au niveau européen une publication consolidée par les États, en fin de période, du volume de quotas et de crédits reportés vers la troisième phase du marché par les acteurs détenant un compte dans le registre national.

5.2 L'action des pouvoirs publics doit s'inscrire dans une logique de protection de la stabilité du marché du CO₂

Même si l'incertitude réglementaire est inhérente à un système créé par la puissance publique, les pouvoirs publics doivent, autant que possible, veiller à préserver la stabilité réglementaire du marché du CO₂.

Le principe de stabilité réglementaire passe d'abord par une clarification des règles. Si la persistance d'incertitudes concernant le fonctionnement du marché en phase III est en l'état inévitable, elles devront être levées suffisamment en amont du début de la phase, afin

⁹⁷ L'allocation des quotas gratuits, en particulier, ne sera plus décidée, en phase III au niveau de chaque État membre, comme en phase II, mais au niveau européen.

d'éviter que, comme en phase II, des règles demeurent encore à définir au cours de la période. Le calendrier du processus de comitologie en vue de la préparation de la phase III, devra, en particulier, être scrupuleusement respecté, et les règles concernant les modalités d'utilisation des crédits internationaux rapidement clarifiées.

Encadré n°20 – Le processus de comitologie en vue de la phase III

30 juin 2010

- Analyse par la Commission européenne du risque de « fuites de carbone⁹⁸ » ;
- Publication de la quantité totale de quotas pour 2013 et par conséquent l'ensemble de la période 2013-2020 ;
- Arrêt des modalités d'organisation des enchères ;

31 décembre 2010

- Publication du volume total de quotas qui sera mis aux enchères ;
- Arrêt de la définition d'un nouvel entrant ;
- Définition des règles sur les modalités d'allocation gratuite aux secteurs exposés ;

31 mars 2011

- Estimation de l'impact des allocations gratuites sur les volumes mis aux enchères ;

Plus important, les pouvoirs publics doivent veiller à considérer la stabilité du marché du CO₂ comme un impératif catégorique et à éviter tout détournement, à leur profit, des règles de fonctionnement du marché. La remise sur le marché de crédits déjà restitués par les installations hongroises assujetties au système de quotas, début 2010, par l'État hongrois, illustre bien le risque que peuvent faire peser les décisions des pouvoirs publics – voire, dans ce cas, l'exploitation de ce qui peut être considérée comme une faille réglementaire – sur la stabilité du marché. L'enjeu posé par d'éventuelles stratégies d'optimisation à grande échelle des États pourrait devenir particulièrement critique en phase III, dans le cas où serait retenu, pour la mise aux enchères de quotas, un système décentralisé de plates-formes qui laisserait la possibilité aux États de jouer sur le calendrier et les modalités d'allocation pour tenter de maximiser le revenu des enchères.

Encadré n°21 – La remise sur le marché de crédits internationaux déjà restitués

Le 11 mars 2010, le Gouvernement hongrois a révélé avoir revendu des crédits internationaux (~1,7 millions de tonnes) restitués par des installations hongroises assujetties, dans l'intervalle qui les séparait comptablement de leur annulation définitive au sein du registre national.

Cette opération respecte formellement les règles encadrant le marché de quota, – en dépit du fait que le contrat « primaire » mentionne expressément l'interdiction d'utilisation de ces crédits pour plusieurs exercices de conformité différents. En principe, le cycle d'acquisition et d'utilisation des crédits Kyoto est censé s'achever au 30 avril de chaque année, date à laquelle les installations doivent aligner le nombre de quotas et de crédits qu'elles détiennent sur leurs émissions de l'année passée. Or, ces crédits ont la particularité, en comptabilité Kyoto, d'être « piégés » temporairement, pendant une période de deux mois, à la suite de

⁹⁸ Risque que la contrainte liée au plafonnement des émissions (contrainte carbone) pesant sur les entreprises assujetties, et les coûts induits, n'entraîne la délocalisation des installations concernées vers des pays où la contrainte carbone est moins forte.

leur restitution par les entreprises, sur l'un des comptes dont l'État est titulaire, avant leur neutralisation définitive au sein du compte de retrait, sans que cela n'emporte a priori de transferts de propriété. Les crédits utilisés dans le cadre de la conformité réglementaire par les entreprises assujetties au système de quotas transitent, en effet, au 30 avril par le « compte de restitution » de l'État (article 53 du règlement 2216-2004 du 29.12.2004), avant d'être transférés le 30 juin vers un « compte de retrait » de l'État, où ils sont définitivement neutralisés (article 59). Dans cet intervalle de deux mois (entre le 30 avril et le 30 juin), l'État a théoriquement la possibilité d'effectuer des mouvements sur le compte de dépôt, avant que les crédits ne soient irrévocablement gelés (les règles comptables du Protocole de Kyoto, dans leur interface avec le système de quotas européen, n'interdisent pas a priori à un État de disposer librement des crédits qui transitent par l'un des comptes dont il est dépositaire sur le registre national). Il peut ainsi substituer aux crédits restitués par les entreprises européennes d'autres types d'unités Kyoto, en l'occurrence ici des Unités de Quantité Attribuée – soit la « monnaie carbone » d'échanges entre les États parties ou du Protocole de Kyoto – le seul impératif étant que le volume d'unités Kyoto transférées sur le compte de retrait soit identique au volume restitué par les entreprises assujetties. L'intérêt de l'opération est clair : elle permet de substituer à un produit liquide s'échangeant de manière continue sur le marché à un prix de 11 – 12€/ (le crédit international), un produit (l'UQA) peu liquide, et dont le prix est très inférieur à 10€/t.

Mais l'architecture des registres, notamment la particularité du circuit comptable d'annulation des crédits (fenêtre des deux mois), n'a clairement pas été conçue afin de permettre aux États de monétiser ainsi les crédits restitués par les entreprises. Par conséquent, si la revente des crédits internationaux utilisés n'a, a priori, rien d'illégal, elle s'apparente, de facto, à un détournement des règles et des procédures admises dans le cadre du Protocole de Kyoto.

Plus grave, une telle opération consiste à faire cohabiter sur un même marché deux types de crédits internationaux, ceux pouvant être restitués au sein du marché et les crédits déjà restitués, qui ne peuvent être utilisés une deuxième fois qu'en dehors du marché européen, identifiables par leur seul numéro de série.

Quasi-inévitablement, ces crédits ont cependant été revendus à des acteurs européens, au détriment du dernier acheteur sur le marché, qui détient sans le savoir des crédits internationaux non utilisables, donc de valeur nulle.

Ainsi, le 16 mars, BlueNext annonçait que des crédits internationaux restitués avaient été échangés sur la plate-forme d'échange et acquis par des acheteurs ignorant leur nature. Suite à cette annonce, et pour éviter un effondrement du marché, Bluenext a décidé de suspendre le 17 mars ses activités liées à l'échange de crédits internationaux (« Spot CER on Central Market and OTC Platform, Outright Spread CER/EUA on Central Market, Implied Spread CER/EUA on Central Market »).

Sous l'impulsion de la France, une disposition a été prise dans le cadre de la révision du règlement 2216/204 du 21 décembre 2004 sur le système de registre pour interdire le transfert d'un crédit international déjà restitué au sein du marché européen des quotas. Cette disposition deviendra effective à la publication du règlement au Journal officiel de l'Union européenne, soit en août 2010, sous réserve des développements techniques nécessaires. Dans l'intervalle, la Commission européenne a décidé de restreindre la restitution des crédits par les entreprises à la période allant du 19 au 30 avril. En effet, afin

d'éviter que des crédits internationaux déjà restitués ne soient échangés via les marchés organisés, les bourses carbone ont mis en place un système bloquant automatiquement, sur identification de leur numéro de série, les crédits internationaux déjà restitués. La mesure vise à leur éviter de devoir actualiser en continu dans leur système la liste des crédits internationaux déjà restitués et limiter temporairement l'offre éventuelle de crédits restitués.

Enfin, la Commission européenne a prévu, notamment suite à l'intervention de la France, d'envisager des dispositions bloquant également le transfert de crédits déjà restitués hors du marché européen.

Une partie de la solution réside dans la suppression des failles réglementaires et techniques identifiées. C'est notamment ce que s'est engagée à faire la Commission européenne pour traiter le problème des crédits internationaux restitués.

En tout état de cause, le « pouvoir de marché » des États est inhérent à la nature réglementaire du marché du CO₂. Il est donc nécessaire que les pouvoirs publics s'imposent une discipline stricte concernant leurs actions sur le marché, mais également que le cadre de régulation prévoit une possibilité de sanction et d'injonction en cas de manquement aux règles ou de détournements des règles encadrant le fonctionnement du marché par des pouvoirs publics, États membres ou Commission européenne, ce qui implique l'existence d'une forme de régulation supranationale.

Recommandation n°15 : promouvoir l'adoption de dispositions permettant de sanctionner les pouvoirs publics, en cas de manquement au respect des règles encadrant le fonctionnement du marché.

5.3 Le marché du CO₂ gagnerait à une transparence accrue sur la demande de quotas, par une publication plus fréquente de données agrégées d'émissions des plus grandes installations

Le marché du CO₂ souffre d'un déficit de transparence sur la demande, qui est un facteur de volatilité du prix des quotas. Le marché du CO₂ se différencie très nettement des marchés de matières premières comme le marché du gaz, ou, *a fortiori*, de l'électricité où l'équilibre offre-demande se matérialise de manière continue. Les données d'émissions des installations assujetties ne sont en effet rendues publiques qu'une fois par an, lors de l'exercice de restitution. La Commission européenne publie en pratique les données d'émission dès lors que le nombre d'installations les ayant communiquées est suffisant pour que le montant cumulé de leurs émissions pour l'année précédente dépasse 80% des émissions totales de cette même année. Ce seuil de 80% est généralement atteint dès le 1^{er} ou le 2 avril. Sont ensuite publiées les données complètes d'émission quand l'exercice de restitution est achevé⁹⁹, soit 15 jours après la date de restitution du 30 avril. Pour analyser l'équilibre du marché, comprendre les dynamiques de prix et optimiser en conséquence leur stratégie de conformité, les acteurs assujettis ne peuvent donc se fonder que sur les données d'émissions de l'année précédente et sur des projections sur l'année en cours. Cet exercice de prévision s'avère relativement complexe, car la demande de quotas dépend d'un grand nombre de paramètres, dont l'analyse est elle-même délicate. La conséquence de cette situation est qu'elle a naturellement conduit les banques d'investissement à

⁹⁹ Les données sur les émissions annuelles vérifiées de 2008 ont ainsi été publiées sur le site de la Commission européenne le 11 mai 2009.

développer et à proposer à leurs clients des services d'analyse des évolutions du prix du marché¹⁰⁰.

Ce fonctionnement créé une incertitude certaine sur l'équilibre offre-demande. En témoigne l'existence d'écarts significatifs dans les prévisions des analystes, qui persistent jusqu'à la publication des niveaux d'émissions vérifiés. Ainsi, les écarts entre les prévisions des différents analystes sur les niveaux d'émissions 2009 étaient encore, au début d'année 2010, de près de 200Mt, soit 10% de l'allocation annuelle, comme le montre le tableau suivant.

Tableau n°10 – Prévisions des données d'émissions 2009 par les principaux analystes

Analystes	Date de publication	Estimation des émissions 2009 (Mt)
Barclays	17 mars 2010	1 897
Deutsche Bank	10 janvier 2010	1 900
Orbeo	22 mars 2010	1 984
CDC Climat Recherche	Février 2010	2 090
Ecart maximum		193

Source : Barclays, Deutsche Bank, Orbeo, CDC Climat Recherche

Ce déficit de transparence réduit la robustesse du signal-prix et constitue un facteur d'incertitude et de volatilité. Il accroît le risque d'un décalage du prix de marché par rapport à ses fondamentaux et peut provoquer des ajustements sensibles du prix des quotas au moment de la publication des niveaux d'émissions. L'effondrement brutal du prix des quotas en fin de phase I a trahi l'incapacité du marché à anticiper l'excédent de quotas non reportable, et en constitue l'exemple extrême, le « krach » trouvant également d'autres éléments d'explication. Cette situation accentuée, de plus, l'asymétrie d'information structurelle entre les plus petits assujettis, qui sont tributaires des analyses publiées par les analystes financiers, et les grands assujettis, comme les producteurs d'électricité, qui combinent l'avantage d'informations conférées par la taille de leur assise industrielle et des capacités sophistiquées d'analyse des fondamentaux du marché. Une telle asymétrie d'information n'est pas en soit condamnable – elle témoigne également de la capacité de certains acteurs à investir dans le développement de capacités d'analyse - mais elle peut poser problème si elle devient une barrière à la participation des plus petits acteurs.

Ce déficit pourrait avoir des conséquences encore plus importantes en termes de volatilité en phase III. Le niveau accru de la contrainte pourrait en effet augmenter la sensibilité du marché à l'incertitude qui pèse aujourd'hui sur l'équilibre offre-demande. Le faible niveau d'information sur l'état de la demande de quotas pourrait entretenir l'apparition et la diffusion de rumeurs parmi les acteurs du marché et entraîner ainsi des pics de prix.

Afin d'accroître la transparence du marché et de renforcer la robustesse du signal prix, un système de publication de données intermédiaires sur les niveaux d'émissions pourrait être instauré¹⁰¹. Un équilibre devra être trouvé dans la déclinaison opérationnelle de ce

¹⁰⁰ L'analyse du marché a profondément progressé dans les cinq dernières années, et plusieurs institutions financières font désormais référence (Orbéo, Barclays, Deutsche Bank, notamment).

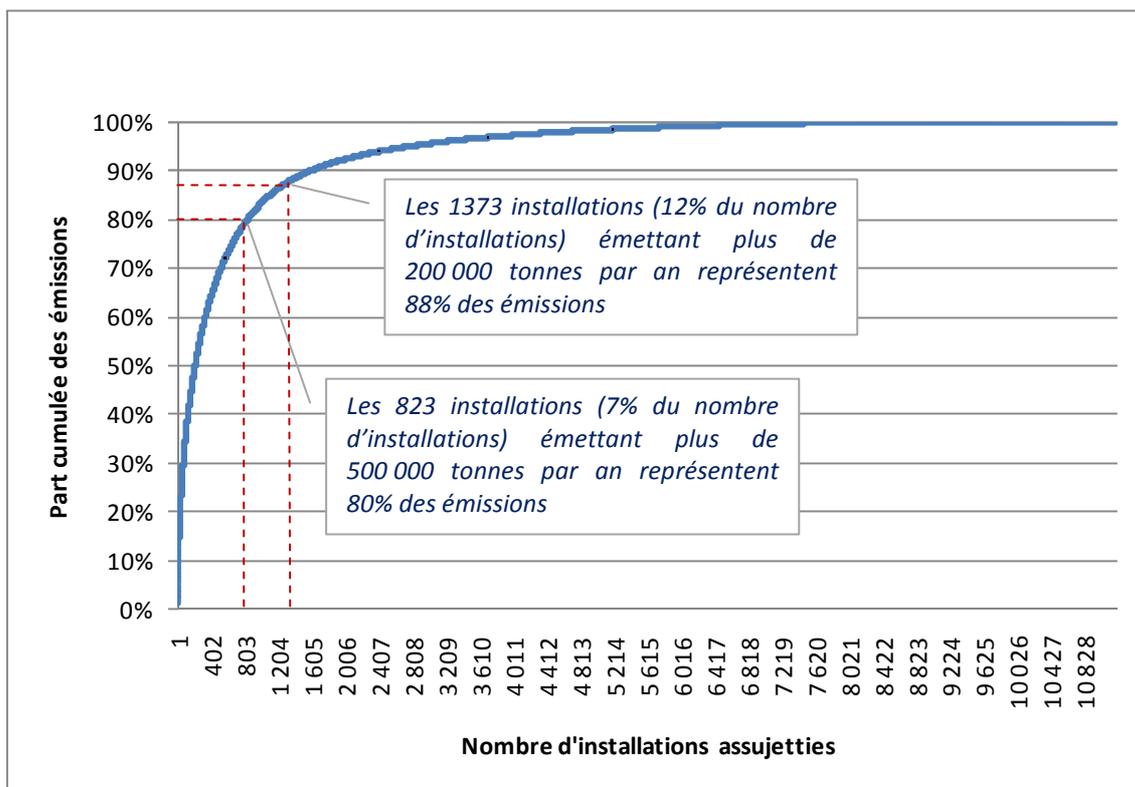
¹⁰¹ L'amélioration de la transparence sur l'état de la demande résultera cependant de la capacité des acteurs à analyser de manière pertinente ces informations supplémentaires.

principe entre son coût, et la valeur pour le marché de l'information ainsi révélée. Il est également essentiel de ne pas porter atteinte à la confidentialité relative à certaines informations industrielles.

Ainsi, afin de limiter le coût du dispositif et ses conséquences en termes de concurrence, cette mesure pourrait être limitée aux plus grandes installations émettrices et prévoir des modalités allégées de vérification. De nouvelles obligations de publication de données d'émissions emporteraient, en effet, une augmentation des coûts pour les entreprises assujetties - coûts internes liés au processus de mesure et de production des données, voire coût de vérification par un auditeur externe, si des règles de vérification identiques à celles encadrant le *reporting* annuel des données d'émission étaient mises en place. Dans les faits, ces coûts additionnels devraient être relativement limités, au moins pour les plus grandes entreprises qui disposent d'un suivi quasi-continu des facteurs déterminant les niveaux d'émissions. Ils devraient, pour l'essentiel, résulter d'éventuels coûts additionnels de vérification par un « auditeur » externe. A titre d'éclairage, la Commission européenne avait évalué, dans l'étude d'impact du paquet énergie-climat, le surcoût d'un passage à une fréquence semestrielle pour les installations émettant plus de 500 000t à 2 - 2.5M€, pour les seuls coûts de vérification externe, soit un surcoût de 0.1c€ par tonne émise. Elle avait d'ailleurs émis un avis favorable à cette disposition, qui avait été rejetée par certains États membres, face à l'opposition des industriels assujettis. Néanmoins, afin de limiter le coût d'un tel dispositif pour les assujettis, et dans la mesure où les très grandes installations représentent la très grande majorité des émissions (7% des installations représentant 80% des émissions), la publication de données d'émissions intermédiaires pourrait être limitée aux installations dépassant un certain seuil d'émissions. Un équilibre devra être trouvé entre la taille des installations soumises à ces obligations et la fréquence imposée de publication des données d'émissions (par exemple, trimestrielle ou semestrielle). Le cas échéant, des exemptions pourraient également être prévues pour les installations pour lesquelles l'évaluation des niveaux d'émissions est plus difficile – donc plus long et plus coûteux –, par exemple pour les émissions de *process* industriels.

Il conviendrait également de définir un régime allégé de modalités de vérification des données infra annuelles d'émissions par rapport aux règles encadrant la production et la vérification des données annuelles. Le dispositif de publication des niveaux d'émissions s'inscrit ici, en effet, dans une logique différente de celle de l'exercice de conformité. Dans le premier cas, l'objectif est de produire des informations suffisamment robustes pour aiguiller le marché sur les termes de l'équilibre de la période en cours. Dans le second, la précision des données produites et leur vérification sont critiques, puisqu'elles conditionnent l'intégrité environnementale du système.

Graphique n°8 – Répartition cumulée de la taille des installations assujetties sur le marché européen des quotas



Source : CITL, CDC Climat Recherche

Lecture du graphique : l'axe des abscisses représente le nombre cumulé des installations, l'axe des ordonnées la part cumulée des émissions totales des secteurs sous ETS, que les X plus grandes installations émettrices représentent. Ainsi, les 823 premières installations, correspondant aux installations dont les émissions sont supérieures à 500 000t représentent en cumulé, ~80% de l'ensemble des émissions des installations assujetties au marché européen des quotas.

Encadré n°22 – Le processus de vérification et de reporting des données d'émissions en France

Les données d'émissions doivent être déclarées par les installations assujetties auprès du service en charge de l'Inspection des installations classées (IIC), via l'outil de déclaration annuelle des émissions polluantes avant le 15 février de chaque année.

Ces données doivent avoir fait l'objet d'une vérification par un organisme accrédité à cet effet. Les données d'émissions sont calculées ou mesurées sur le fondement d'une méthodologie définie en fonction du type d'installation.

L'IIC procède ensuite à un contrôle des données transmises par les installations avant le 15 mars.

L'ensemble des données d'émissions des installations françaises est consolidé au niveau de la Direction Générale de l'Energie et du Climat (DGEC), qui procède à des vérifications et peut demander à l'IIC de réaliser des contrôles additionnels.

Les données sont ensuite transférées, après validation et avant le 1 avril, au registre national et servent de référence pour l'exercice de conformité. Les installations assujetties ont uniquement accès à leurs propres données d'émission vérifiées.

Les données ainsi recueillies au niveau du CITL sont rendues publiques dès lors que le nombre d'installations ayant déclaré est suffisant (environ 80% des émissions totales de l'UE), soit dans les premiers jours du mois d'avril.

L'exercice de conformité se termine au 30 avril, date à laquelle les installations doivent avoir restitué des quotas à hauteur de leurs émissions vérifiées.

Afin de préserver la confidentialité sur l'activité des acteurs, les données d'émissions intermédiaires devraient être publiées de manière agrégée, au niveau de secteurs ou sous-secteurs, idéalement par pays. Cette condition est essentielle aux yeux des industriels assujettis, pour éviter qu'au travers des données d'émission individualisées, ne soient mises à la disposition de leurs concurrents des informations sur leur activité ou leur stratégie industrielle, qui viendraient s'ajouter aux informations déjà transmises dans le cadre de l'exercice de conformité. Les données d'émission agrégées pourraient faire l'objet d'une publication centralisée au niveau européen. *A minima*, si la publication des données est réalisée au niveau national, un format harmonisé de publication des données devra être imposé. Le système de consolidation des données devra respecter des règles strictes garantissant la confidentialité et l'anonymat des données traitées.

Recommandation n°16¹⁰² : améliorer les conditions d'information du marché au niveau européen par une publication plus fréquente des données d'émission par les grandes installations émettrices, définie par des seuils, sous un format agrégé à un échelon national tous secteurs confondus et/ou à l'échelle de secteurs pour l'ensemble de l'Union européenne, selon des règles allégées de vérification et en respectant les principes de confidentialité, de respect de la concurrence et d'optimisation du rapport coût/efficacité.

¹⁰² Un traitement particulier devra être réservé aux données d'émission des entreprises aériennes, à compter de leur intégration dans le marché en 2012.

6 Un cadre de prévention et de sanction des abus de marché, adapté aux spécificités du marché du CO₂, doit être mis en place pour limiter les risques de manipulation de cours et de manquements d'initiés

Comme sur les marchés financiers ou de matières premières, deux types d'abus de marché peuvent être distingués.

Le premier consiste en des manipulations de cours : ce sont des manœuvres visant à tromper les autres acteurs du marché sur l'état de l'offre et de la demande, au bénéfice de leur auteur, qui aura pris des positions lui permettant de profiter de l'évolution induite du prix de marché.

La réglementation européenne inclut la fausse information (active ou passive) dans le concept de manipulation, même si la diffusion d'information inexacte ou trompeuse, comme la rétention d'une information dont la publication pourrait avoir une influence significative sur le cours des instruments concernés, n'est pas nécessairement associée à une prise de position.

Le second abus consiste en l'utilisation par un acteur d'informations privilégiées, ayant une influence sur le prix de l'actif, qui n'ont pas été portées à la connaissance des autres acteurs. L'acteur concerné peut ainsi exploiter à son profit une situation d'asymétrie d'information.

Ces deux types d'abus recouvrent des enjeux différenciés quant à leur impact sur le fonctionnement du marché. Des manipulations de cours sont de nature à nuire à la robustesse du signal-prix, en l'écartant de ses fondamentaux, et à l'efficacité même de l'instrument économique que constitue le marché de quotas. Le cas de l'utilisation d'informations privilégiées est sensiblement différent : il ne met pas en péril la robustesse du signal prix, mais constitue un cas d'inégalité entre acteurs participant au marché. Néanmoins, les deux types d'abus ont en commun qu'ils constituent des détournements de l'instrument environnemental, à même de nuire à la confiance des participants et des citoyens à l'égard du marché du CO₂.

Le risque d'abus pesant sur le marché du CO₂ est difficile à évaluer *a priori*. Par définition, des abus ne peuvent être mis en évidence que par une autorité disposant de pouvoirs d'enquête suffisants et pouvant s'appuyer sur des systèmes de collecte et d'analyses des données sur les transactions réalisées. A titre d'éclairage indicatif (sans réelle comparaison possible avec le marché européen du CO₂), on peut noter qu'aux États-Unis, la surveillance exercée par la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) a conduit à 25 sanctions administratives et 42 inculpations contre des individus, ou des sociétés pour des manipulations sur les marchés des matières premières depuis sa création en 1974. Le cas le plus emblématique concerne des manipulations du marché du propane aux États-Unis par BP North America : la procédure à l'encontre de BP s'est réglée à l'amiable avec le paiement d'une amende de 303M\$ en 2007.

6.1 Le risque de manipulations sur le marché du CO₂, ne s'est apparemment pas aujourd'hui matérialisé, mais n'en est pas moins réel

6.1.1 Même si le risque d'un squeeze massif apparaît modéré, le marché du CO₂ pourrait être exposé à des stratégies de manipulation

Une manipulation de cours peut résulter de stratégies variées, qui impliquent ou non l'existence ou la constitution d'une position dominante : abus de position dominante visant à « *squeezer* » le marché, stratégies visant à créer un mouvement de prix à la hausse ou la baisse (« *momentum ignition* »), manipulations du carnet d'ordre, ou diffusion de fausses informations.

Le risque d'abus de position dominante visant à provoquer un *squeeze* semble limité par la forte liquidité et une concentration modérée du marché. Un *squeeze* consiste à faire artificiellement monter les prix en créant, par l'acquisition d'une position très importante, une situation de rareté, ou d'impression de rareté sur le marché. Pour réaliser cette opération, un acteur prend, par exemple, une position longue très importante sur le marché à terme (il achète à terme des volumes importants de quotas) et acquiert en parallèle des volumes importants sur le marché au comptant. A l'approche de la date de règlement-livraison des quotas à terme, l'acteur en question ne clôture pas sa position, imposant donc à ses contreparties de livrer les volumes de quotas demandés. La rareté ou l'anticipation de la rareté, pousse(nt) alors les prix à la hausse, à la fois sur le marché à terme et sur le marché au comptant, les détenteurs de positions à terme courtes tentant de liquider leurs positions, ou d'acquérir les quotas permettant la livraison physique des contrats à terme. Cette augmentation des prix permet à l'acteur de réaliser des bénéfices importants en vendant les quotas ou les contrats à terme acquis, à un prix très élevé.

Sur le marché du CO₂, un acteur pourrait, en particulier, tenter de provoquer un *squeeze* du marché à deux occasions :

- à l'approche de la date de dénouement des contrats à terme échangés sur les plateformes de négociation, soit en décembre de chaque année. Cette stratégie nécessiterait de prendre de manière combinée une position longue massive sur le marché au comptant et le marché à terme (achat de quotas à terme et au comptant), dans le but de placer les contreparties ayant vendu les quotas à terme face à une difficulté pour procéder à leur livraison ;

- à l'approche de la date de restitution des quotas, en accumulant des volumes importants de quotas sur le marché au comptant, dans le but de placer les entreprises assujetties se trouvant dans une situation de déficit net¹⁰³ face à la difficulté d'acquérir les volumes de quotas suffisants pour remplir leurs obligations de conformité.

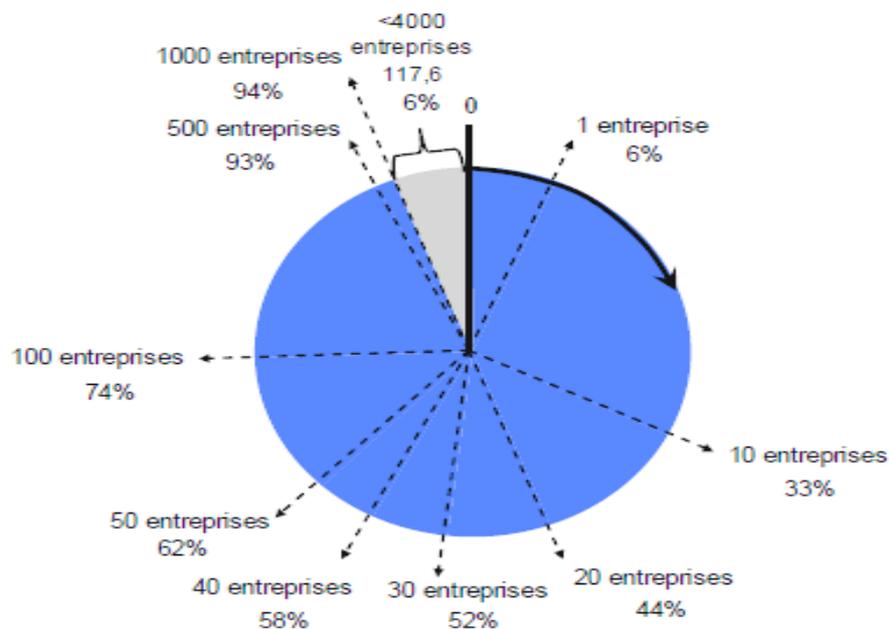
Si l'obligation réglementaire de restitution constitue un facteur de risque notable, les caractéristiques du marché du CO₂ tendent cependant à modérer le risque de *squeeze*. En effet, si la concentration du marché reste significative, aucun acteur ne se trouve, *de facto*, dans une situation de position dominante naturelle qui amplifie un risque de *squeeze*. Ainsi, si les 10 premières entreprises représentent à elles seules un tiers de l'allocation, le premier émetteur européen, le producteur d'électricité allemand RWE, ne représente « que » 6% de l'enveloppe totale de quotas alloués. Le risque d'abus de position dominante apparaît donc notablement moindre que sur les marchés du gaz et de l'électricité, par nature

¹⁰³ Leurs émissions excédant les quotas alloués ou déjà acquis.

monopolistiques ou oligopolistiques. Le risque d'un *squeeze* du marché lors de la restitution réglementaire des quotas est, de plus, limité par la liquidité du marché et la mise sur le marché, le 28 février, de l'allocation de l'année n+1 en amont de la date de restitution, le 30 avril, de l'année n. Cette modalité de fonctionnement rend difficile une accumulation suffisante de quotas par un acteur cherchant à provoquer un *squeeze* du marché, en doublant les volumes nécessaires à l'opération et en l'obligeant à accumuler très rapidement, entre le 28 février et le 30 avril, une quantité très importante de quotas¹⁰⁴.

La position à acquérir afin de provoquer un *squeeze* du marché peut être estimée à plusieurs dizaines de millions de tonnes¹⁰⁵. Elle nécessiterait donc la mobilisation d'une trésorerie importante, soit plusieurs centaines de millions d'euros, et une exposition majeure au risque de marché.

Graphique n°9 – Concentration du sous-jacent du marché européen du carbone en phase II



Source : CDC Climat Recherche

Lecture du graphique : dans le sens des aiguilles d'une montre, on constate le degré de concentration actuel du sous-jacent : 20 entreprises détiennent près de la moitié de l'allocation totale de quotas sur le marché, mais à l'exception de RWE, aucune n'est dans une position s'approchant d'un monopole naturel.

La possibilité que des acteurs se livrent à des stratégies plus subtiles d'influence du prix des quotas apparaît en revanche tout à fait réelle. Un premier type de stratégie consiste en

¹⁰⁴ Ce facteur d'atténuation du risque n'existera pas lors de la dernière restitution de la phase II, soit le 30 avril 2013, sauf si la tenue d'enchères anticipées pour la phase III avant 2013 venait à compenser l'absence d'injection de liquidité provoquée par l'allocation de quotas de l'année suivante.

¹⁰⁵ Un acteur souhaitant provoquer un *squeeze* du marché devrait accumuler plusieurs dizaines de millions de tonnes de quotas. Pour une entreprise assujettie, cette position sur le marché devrait être prise en addition à ses propres besoins de conformité ; c'est-à-dire qu'une entreprise émettant 50Mt chaque année, et recevant à ce titre une allocation du même ordre de grandeur, devrait en plus acquérir 10Mt sur le marché.

l'accumulation de quotas (*hoarding*) dans le but de faire monter les prix. Elle s'apparente, dans sa logique, à une stratégie de *squeeze*, mais de moindre amplitude. Elle pourrait, en théorie, être conduite dans une logique croisée sur les marchés du CO₂ et de l'électricité, visant à augmenter, par l'intermédiaire du prix du CO₂, le prix de l'électricité sur le marché de gros, afin d'accroître les profits liés aux activités de commercialisation de l'électricité. Cependant, en pratique, la faible corrélation des prix du CO₂ et de l'électricité semble invalider ce risque théorique¹⁰⁶.

La faisabilité d'une telle stratégie est, comme pour la stratégie de *squeeze*, limitée par la liquidité du marché et l'allocation des quotas de l'année suivante en amont de la restitution. Un autre type de stratégie, dite de « *momentum ignition* », consiste pour un acteur à déclencher, par des achats (des ventes) de quotas ou de contrats à terme dans des volumes plus élevés que la normale, une dynamique similaire et mimétique d'achat (de vente) par les autres acteurs du marché, lui permettant ensuite de revendre (d'acheter) des quotas ou contrats à terme à un prix plus élevé (plus faible). Ce type de stratégie est d'autant plus efficace que l'acteur concerné est supposé disposer d'un avantage en termes de taille relative et d'information (ce qui pourrait notamment être le cas pour les plus gros assujettis), ou qu'il est structuré autour d'un évènement exogène, susceptible de modifier l'équilibre du marché. Les mouvements de prix constatés autour des adjudications britanniques, présentés dans un encadré *infra*, pourraient constituer un exemple concret de telles manipulations. La concentration relative du marché du CO₂ au niveau, non pas du sous-jacent, mais des positions prises par les principaux acteurs, constitue ici un facteur de risque. Même si l'absence de données sur les transactions réalisées rend difficile une estimation précise, les plus gros intervenants sur le marché pourraient représenter chacun 5 à 15% des transactions réalisées¹⁰⁷, une telle position leur conférant une capacité certaine à accentuer, ou déclencher des mouvements de prix. De telles manipulations restent cependant difficiles à appréhender et à prouver, sans qu'il soit toujours possible de distinguer ce qui relève d'un abus de marché, ou d'une prise de position spéculative, non condamnable en soi.

Le risque de manipulations impliquant la prise de positions relativement importantes apparaît plus élevé sur le marché des crédits internationaux, celui-ci étant plus étroit et plus concentré que le marché des quotas européens. La taille du marché secondaire des crédits internationaux est en effet cinq fois inférieure à celle du marché des quotas européens : sur les 4 derniers mois de l'année 2009, les volumes échangés sur le marché des crédits internationaux ont été de ~300Mt, contre 1600Mt sur le marché des quotas européens. Le risque accru de construction de positions dominantes - ou suffisamment importantes pour donner lieu à des manipulations de marché - engendré par cette étroitesse relative est de plus accentué par le fait que le marché des crédits internationaux est un marché de flux et non de stock. Les crédits étant émis au fil des réductions constatées sur les

¹⁰⁶ D'après les analyses d'Orbeo, la corrélation entre le prix du CO₂ et le prix de l'électricité n'est pas significativement plus élevée que celle entre le prix du CO₂ et d'autres classes d'actifs (marché actions) : , calculée sur le fondement de données de prix quotidiennes depuis 2008, la corrélation du prix du CO₂ et du prix de l'électricité est de 42%, contre 35 % avec le prix du pétrole (indice WTI), 32% avec l'indice DJSTOXX, 25% avec le cours de l'euro et 15% avec le prix du gaz.

¹⁰⁷ Dans le cadre du groupe de travail présidé par Jean-Michel Charpin sur les modalités de vente et de mise aux enchères des quotas de CO₂, l'entreprise GDF Suez avait indiqué faire partie des dix acteurs les plus actifs, avec 230 Mt échangées par an (quotas et crédits URCE confondus), soit 5% des volumes totaux.

projets MDP et restitués progressivement par les entreprises à fins de conformité, il n'existe pas de réservoir de liquidité qui pourrait être mobilisé en cas de pics de prix. En contrepartie, le risque est atténué par le fait que le fonctionnement du marché n'est pas organisé autour d'une obligation réglementaire de restitution. Une augmentation du prix des crédits internationaux se traduirait mécaniquement par un report de la demande des acteurs vers le marché des quotas européens pour l'exercice de conformité.

Le marché du CO₂ est exposé, comme tout marché organisé autour de plates-formes de négociations, à des manipulations portant sur le carnet d'ordre. Ces manipulations, dites de *spoofing* ou de *layering*, consistent à placer un ordre, ou un ensemble d'ordres à différents niveaux de prix, destinés à ne pas être exécutés, mais à donner une fausse impression de demande (d'offre), tandis qu'un ordre destiné à être exécuté est placé dans la direction opposée (acheteuse ou vendeuse). Ce dernier est finalement exécuté, à des conditions de prix rendues plus avantageuses par la demande (l'offre) factice générée par les premiers ordres qui sont annulés. Ces pratiques font l'objet d'une attention croissante de la part des autorités de régulation des marchés financiers¹⁰⁸ et pourraient très bien concerner le marché du CO₂.

Le marché du CO₂ est également exposé au risque que des acteurs manipulent les prix de clôture journaliers sur les marchés organisés, afin d'en tirer parti en termes de valorisation de leurs portefeuilles de contrats de gré à gré. En effet, de nombreux contrats de gré à gré sont indexés sur les « *fixing* » des prix des instruments à terme. Cette situation est de nature à créer une incitation pour un contractant à un contrat de taille particulièrement significative de manipuler ces « *fixing* » pour obtenir des conditions contractuelles plus favorables. A noter cependant, que sur le marché européen du CO₂, ce risque est limité par la durée de la période de « *fixing* », qui s'étend sur dix minutes (par exemple contre deux minutes sur les contrats pétroliers) ce qui rend plus difficile toute manipulation de ce type.

Enfin, le marché du CO₂ pourrait également être sujet à la diffusion de fausses informations par un acteur. Au regard de la relative fragmentation du sous-jacent, le risque porte moins sur des informations relatives à une installation, ou une entreprise, donnée que sur des données agrégées de niveaux d'émission, au niveau d'un pays ou de l'ensemble de l'Union européenne, voire des données relatives à l'offre de quotas (comme, par exemple, des données portant sur les PNAQ). Ainsi, la diffusion d'informations erronées sur les données d'émissions annuelles à l'approche de la période de restitution pourrait avoir un effet déstabilisant, dont un acteur pourrait tirer parti.

6.1.2 *L'apparition de nouveaux investisseurs sur le marché du CO₂, pourrait, à l'avenir, contribuer à accroître le risque de manipulations*

La financiarisation croissante du marché pourrait accroître le risque de manipulations, avec l'entrée sur le marché d'investisseurs de type fonds de pension ou *hedge funds*, ayant la capacité financière de prendre des positions importantes.

Aujourd'hui, seul un petit nombre de *hedge funds* semble actif sur le CO₂, ce qui peut s'expliquer par les manques de maturité ou de profondeur relatifs du marché, par le niveau d'incertitude réglementaire, par le faible recul analytique sur ses corrélations avec les

¹⁰⁸ Voir l'avertissement de la *Financial Services Authority* dans le Market Watch n°33 d'août 2009 : http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter33.pdf.

marchés de matières premières, ou par la non éligibilité des quotas en tant que collatéral, qui constitue une contrainte pour l'accès au crédit¹⁰⁹.

La faible activité des *hedge funds* sur le marché du CO₂ n'est cependant pas intangible. La stabilisation du cadre réglementaire et l'approfondissement de la liquidité du marché du CO₂ pourraient favoriser leur montée en puissance dans le cadre de la recherche d'une diversification de leurs activités, ou dans l'optique de créer une stratégie de niche. Les *hedge funds* sont en effet fondamentalement attirés par les nouvelles classes d'actifs, le développement de stratégies innovantes permettant aux gérants de bénéficier de l'avantage de nouvel entrant. A l'instar des autres marchés de matières premières, le développement d'indices carbone pourrait notamment faciliter l'entrée de cette catégorie d'acteurs sur le marché. Il pourrait également favoriser l'intervention de fonds de pension, dont l'intervention peut avoir une réelle incidence sur l'orientation des prix.

Si ces investisseurs peuvent contribuer à la liquidité du marché, notamment parce qu'ils prennent plus facilement des positions différentes de celles des autres participants, voire opposées à la tendance, leur apparition sur le marché du CO₂ pourrait être un facteur de risques. Tout d'abord, la capacité de ces acteurs, non contraints à ce jour par des obligations de fonds propres et jouant massivement sur l'effet de levier¹¹⁰, à prendre des positions importantes, pourrait contribuer à une certaine procyclicité du marché, voire accroître le risque de manipulations de cours. A titre d'illustration, les données collectées aux États-Unis par la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) sur les positions prises par différents types d'intervenants sur les contrats de matières premières fournissent un élément de comparaison quant aux capacités d'intervention de ce type d'investisseur. Le 16 mars 2010, les positions ouvertes *long et short*¹¹¹ des intervenants de la catégorie « *Money Manager* » - qui regroupe les acteurs intervenant sur le marché à des fins autres que commerciales ou de fourniture de produits de couverture, dont les fonds de pension et les *hedge funds*, - sur le principal contrat pétrolier échangé aux États-Unis sur le NYMEX, le *Light Sweet Crude Oil*, étaient respectivement de l'ordre de 17Mds\$ (positions *long*) et 2Mds\$ (positions *short*)¹¹². En comparaison, la position ouverte sur les contrats à terme sur le CO₂ échangés sur les principales plates-formes de négociation, soit ECX, EEX et Nordpool, est de l'ordre de 4Mds€¹¹³.

¹⁰⁹ Typiquement, les *hedge funds* seraient susceptibles de développer trois types de stratégies sur le marché du carbone, or chacune d'entre elle a rencontré des obstacles. L'influence marquée du calendrier institutionnel sur le prix du carbone et les différents chocs exogènes subis par le marché tendent à dénaturer les relations de corrélations théoriques avec les matières premières, empêchant la mise en œuvre de stratégies d'arbitrage de corrélations robustes. Les gérants ont une vue assez floue sur le marché, du fait des nombreuses incertitudes réglementaires relatives à la phase III, handicapant ainsi la prise de positions directionnelles, au sein d'une approche fondamentale. Enfin, l'arbitrage de volatilités est tributaire du bon équilibre du marché d'options ainsi que de sa liquidité. Or le faible développement du marché d'options et la prépondérance d'acheteurs de volatilité créent une distorsion de la volatilité implicite, invalidant une telle stratégie.

¹¹⁰ L'effet de levier désigne la capacité des acteurs à prendre des positions importantes à partir d'un apport initial en capital faible, par un niveau d'endettement élevé et le recours massifs à des produits dérivés.

¹¹¹ Position *long* : achat à terme. Position *short* : vente à terme.

¹¹² Les positions *long et short* sur le contrat *Light Sweet Crude Oil* échangé sur le NYMEX de la catégorie *Money Manager* étaient respectivement de 213 617 contrats de 1000 barils et 43 198 contrats de 1000 barils, le prix des contrats *futures* étant de l'ordre 80\$ / baril.

¹¹³ Selon les données communiquées par CDC Climat Recherche, les intérêts ouverts sur l'ensemble des contrats à terme (Décembre 2010, Décembre 2011 et Décembre 2012) échangés sur les principales plates-

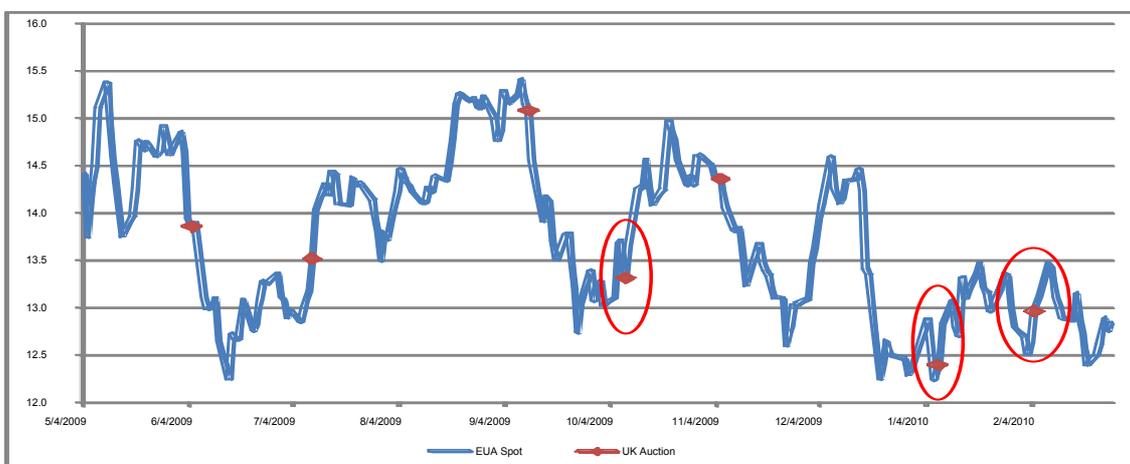
Ensuite, leur intervention pourrait faire naître un risque systémique, lié à la taille de ces acteurs, à leur recours à un effet de levier élevé et aux interdépendances, qui les lient aux banques d'investissement, qui assurent leur accès au crédit par l'intermédiaire de leurs activités de *prime brokerage*. Par ailleurs, leur intervention pourrait se traduire par une corrélation plus forte du marché du CO₂ aux autres marchés financiers, ces acteurs arbitrant généralement entre plusieurs classes d'actifs financiers (marchés actions, marchés de matières premières, marchés de taux), induisant ainsi une corrélation entre les différentes classes d'actifs. Leur intervention risquerait ainsi d'engendrer une décorrélacion entre le prix du CO₂ et les fondamentaux du marché, qui pourrait nuire à l'objectif premier de robustesse et de représentativité du signal-prix.

6.1.3 La création d'un marché primaire en phase III emportera des risques propres, qui pourront être atténués par les modalités d'organisation des adjudications

L'organisation des enchères emportera des risques propres, mais également de manipulations combinées sur le marché secondaire et le marché primaire, comme l'avait souligné le rapport CHARPIN. Un premier risque est celui de stratégies de collusion, aboutissant à une distorsion du prix d'adjudication. Un deuxième type de risque est l'utilisation des enchères pour mettre en œuvre des stratégies de *hoarding* et de *squeeze*, en accaparant des volumes importants lors des adjudications, dans le but de pousser les prix à la hausse sur l'ensemble du marché du CO₂. Enfin, des acteurs pourraient conduire des stratégies visant, par des ventes de volumes significatifs de quotas en amont des adjudications, à entraîner une baisse du prix sur le marché secondaire et par conséquent du prix de l'adjudication, pour acquérir ensuite les volumes de quotas précédemment revendus à un prix plus attractif. Les mouvements de prix constatés autour des adjudications britanniques pourraient être révélateurs de telles stratégies.

Encadré n°23 – Les mouvements de prix autour des adjudications britanniques de quotas en phase II

Evolution du prix au comptant des quotas aux abords des adjudications



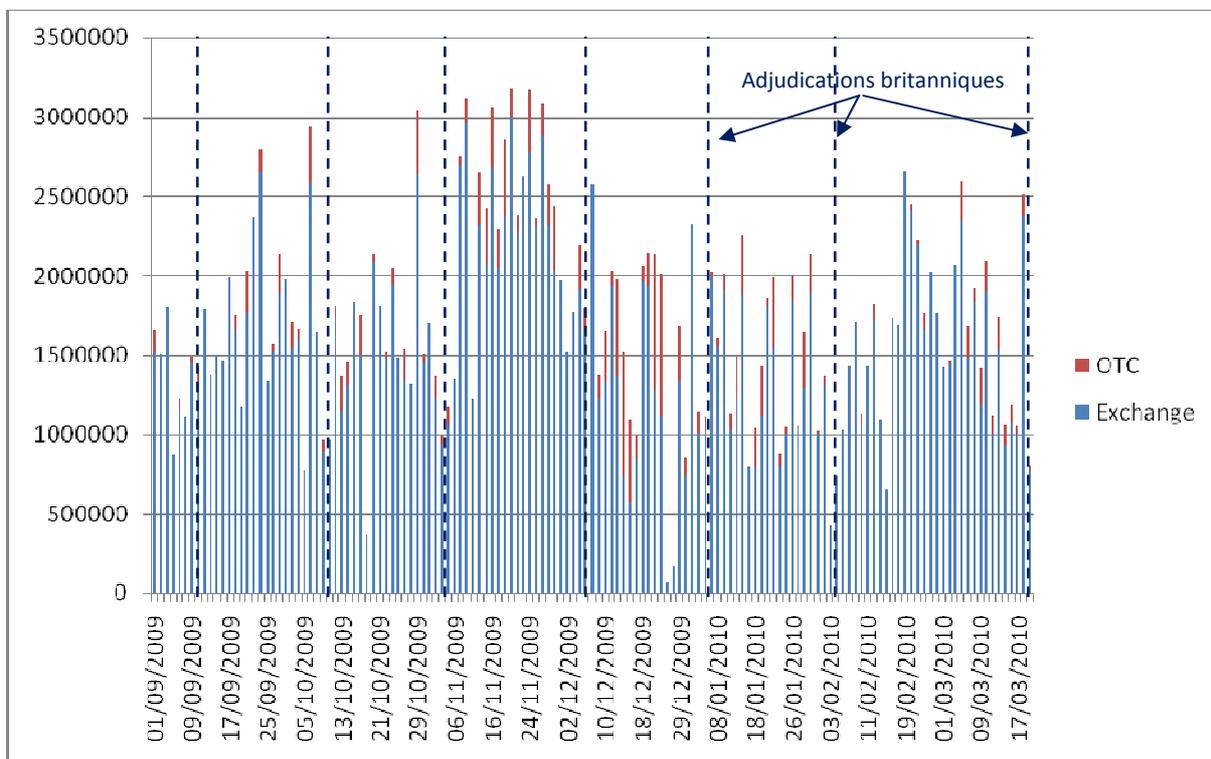
formes de négociation en Europe sur le marché dérivé du CO₂, étaient fin janvier de 296 Mt soit 4Mds€ pour un prix moyen de 13,5€/t.

Source : Banque Mondiale

Lecture du graphique : la courbe portée en bleu décrit les évolutions de prix des quotas sur le marché au comptant du CO₂ (BlueNext) : les points rouges correspondent aux adjudications organisées par le Debt Management Office britannique. Les adjudications britanniques sont prévues pour porter sur 7% de l'allocation nationale, soit 85 M de quotas. Au total, le Royaume-Uni a réalisé 9 adjudications depuis 2008 pour des volumes moyens de 4,2M de quotas – ce qui représente plus de 20% des volumes échangés quotidiennement sur le marché. On constate des mouvements de marché relativement significatifs à la veille de chaque adjudication, particulièrement visibles sur 3 adjudications en Novembre 2009, Janvier 2010 et Février 2010. Sur ces trois adjudications, le prix des quotas a significativement diminué – de 25c€ à 1€ - dans les jours précédents l'adjudication avant de remonter ensuite significativement dans les jours suivants l'adjudication. Ces mouvements de prix pourraient résulter de stratégies de ventes marquées par les acteurs de quotas en amont de l'adjudication pour entraîner un mouvement de baisse des prix, puis d'achat à un prix plus faible des quotas lors des adjudications, qui seront ensuite revendus à un prix plus élevés quelques jours plus tard, le prix étant revenu à un niveau naturel plus élevé.

Il est cependant difficile d'établir qu'il s'agisse de manipulations de cours, la frontière entre manipulations et juste anticipation des mouvements de marché étant difficile à tracer. D'ailleurs on ne constate pas de pics systématiques dans les volumes échangés en amont des adjudications, comme le montre le graphique infra.

Volumes échangés sur le marché aux abords des adjudications britanniques



Source : BlueNext

L'influence sur le risque de manipulations sur le marché secondaire est en revanche incertaine. D'un côté, la mise en place du marché primaire entraînera une augmentation des volumes¹¹⁴ échangés, en particulier sur le compartiment dérivé, ce qui atténuera le risque de manipulations liées à la construction de positions importantes. De l'autre, elle pourrait faciliter la mise en œuvre de stratégies de prédation de volumes importants de quotas. De plus, dans l'éventualité où un volume important de quotas ne serait pas mis aux enchères de manière anticipée avant 2013, le passage à la mise aux enchères des quotas pourrait faire

¹¹⁴ Les volumes annuels d'échange pourraient ainsi passer de 5Mds de tonne à 10-15Mds.

perdre le bénéfice de l'apport anticipé de liquidité que constitue l'allocation des quotas de l'année n+1 avant la restitution de l'année n, augmentant ainsi le risque de *squeeze* du marché.

Le risque de manipulations s'appuyant sur le marché primaire pourrait cependant être accru par une concentration plus élevée des intervenants par rapport au marché secondaire. Elle devrait en effet être sensiblement plus élevée, puisque les enchères porteront essentiellement au départ sur les producteurs d'électricité. Puisque la mise aux enchères concernera 50% à 60% de l'allocation globale, l'acteur le plus important représentera ainsi de l'ordre de 12% des besoins (puisque'il représente aujourd'hui 6% de l'allocation). Des représentants du secteur de la production électrique mettent également en avant le risque que l'accaparement des adjudications par un petit nombre d'acteurs financiers aboutisse à des abus de position dominante, dans la mesure où seuls des quotas au comptant ou assimilés¹¹⁵ seraient mis aux enchères. Cette inquiétude se fonde sur le fait que les producteurs d'électricité, qui ont besoin de se couvrir contre le risque de prix à moyen terme, ne disposeraient pas des capacités de trésorerie suffisantes pour acquérir longtemps¹¹⁶ à l'avance des quotas au comptant. Ils pourraient donc couvrir une grande partie de leurs besoins par des achats à terme, dont les intermédiaires financiers seraient contreparties. Ces derniers utiliseraient alors les adjudications pour couvrir leur exposition au risque de prix, en acquérant aux enchères et en thésaurisant les quotas correspondant aux ventes à terme.

Les modalités opérationnelles d'adjudication des quotas joueront un rôle clé pour limiter le risque de manipulations. Dans l'esprit des propositions du rapport CHARPIN, elles devraient effectivement viser à atténuer le risque d'abus de marché. Une fréquence élevée des adjudications et une faible taille des lots rendraient plus difficile toute stratégie de captation d'un volume élevé de quotas par un acteur, et par conséquent la mise en œuvre d'une stratégie de *hoarding* ou de *squeeze* du marché. Elles devraient également atténuer l'impact des adjudications sur le marché secondaire, au travers notamment de stratégies visant à pousser à la baisse le prix sur le marché secondaire à l'approche d'une adjudication. Le format d'enchères scellées à un tour permettrait, enfin, de réduire le risque de collusion, de même que l'attribution par tirage au sort des quotas aux participants ayant soumis des offres identiques ou liées (« *tight bids* »), qui rendra plus hasardeuse toute stratégie de collusion, les participants n'étant pas certains d'être servis. Enfin, la possibilité d'annuler une adjudication en cas de prix anormalement faible permettra de contrer une stratégie de manipulation ayant bien fonctionné.

En conclusion, même si le risque d'abus de marché est difficile à évaluer *ex ante* et s'il est probablement plus limité que sur des marchés comme le gaz ou l'électricité¹¹⁷, il ne peut aujourd'hui être écarté. Les modalités d'allocation des quotas, la liquidité et l'ouverture du marché contribuent certes à limiter le risque d'un *squeeze* massif du marché, stratégie qui,

¹¹⁵ La possibilité de mettre aux enchères des spot-futures, soit des contrats avec livraison quelques jours après la conclusion de la transaction, est également envisagée.

¹¹⁶ Les producteurs d'électricité, dans la mesure où ils vendent jusqu'à trois ans à l'avance leur production d'électricité, couvrent jusqu'à trois ans à l'avance leurs besoins en quotas par des achats à terme.

¹¹⁷ Outre la moindre concentration du sous-jacent, le fonctionnement du marché sur un équilibre annuel et non pas instantané et l'absence de manipulations se fondant sur l'utilisation d'actifs physiques atténue le risque de manipulations sur le marché du CO₂, comparativement aux marchés de matières premières classiques comme le gaz ou l'électricité.

hors un nombre limité de cas célèbres¹¹⁸, s'est rarement matérialisée sur les marchés financiers et de matières premières, en raison des risques financiers induits. Le marché du CO₂ n'en demeure pas moins exposé à d'autres types de manipulations plus fines. De plus, le risque de manipulations de marché pourrait s'accroître, dans le cas, probable, d'une participation accrue d'investisseurs alternatifs, comme les *hedge funds*, au marché du CO₂.

6.2 Le risque le plus manifeste d'utilisation d'informations privilégiées, notion dont la définition est délicate sur le marché du CO₂, porte sur les informations de nature réglementaire

Une autre catégorie d'abus de marché est l'utilisation d'informations privilégiées, qui désigne l'utilisation par un acteur d'une information non publique pouvant avoir une influence sensible sur le prix de l'actif échangé.

6.2.1 L'interdiction de l'utilisation d'informations privilégiées a été développée dans le cadre des marchés de titres financiers

La notion de l'utilisation d'informations privilégiées trouve son origine dans les marchés financiers traditionnels : elle a pour objet d'éviter les asymétries d'information entre les initiés, bénéficiant d'informations internes et non publiques sur l'émetteur du titre financier, et les autres investisseurs. L'interdiction de l'utilisation d'informations privilégiées a fait l'objet de nombreux débats dont témoigne la richesse de la littérature économique. De fait, cette notion est une spécificité des marchés financiers. Au-delà du simple argument d'équité entre acteurs, le débat porte avant tout sur les risques liés à la notion d'information privilégiée¹¹⁹.

Le Législateur européen a défini de manière extensive l'interdiction de l'utilisation d'informations privilégiées sur les marchés financiers à l'aune de trois critères principaux. En application de l'article I, alinéa 1 de la directive sur les abus de marché 2003/6/CE du 23 janvier 2003, est considérée comme information privilégiée [certains éléments soulignés par nous] « une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés. » Les trois principaux

¹¹⁸ On pourra citer le cas du *squeeze* organisé par Porsche sur les actions Volkswagen en 2008, le *squeeze* organisé pendant de nombreuses années sur la période 1986 – 1995 par Sumitomo sur le marché du cuivre, et le *squeeze* du marché du propane américain en 2003.

¹¹⁹ Une littérature économique conséquente s'est intéressée à l'enjeu de l'interdiction des opérations d'initiés sous l'angle de l'efficience informationnelle. Les premiers travaux significatifs sur le sujet remontent à 1966 et aux travaux de Henry Manne « *Insider Trading and The Stock Market* ». Les opposants à la notion d'abus sur une information privilégiée arguent que ce type d'information contribue à améliorer l'efficience des marchés : elles permettent de transférer rapidement, dans le cours de l'instrument coté, les informations dont un initié a pris connaissance. La liberté d'utiliser ce type d'information constituerait un instrument d'incitation financière à analyser le fonctionnement des entreprises pour les valoriser, améliorant ainsi le processus de révélation d'informations. Les partisans de l'interdiction d'utilisation des informations privilégiées mettent en avant le principe que l'obligation de publication de l'information privilégiée aboutit à un même transfert informationnel sans les inconvénients des opérations d'initiés. Ils soulignent également que, sans interdiction des opérations d'initiés, le risque de sélection adverse peut décourager la participation des non-initiés ou conduire à ce qu'ils demandent une prime de risque, augmentant le coût de financement des entreprises concernées.

critères de définition de l'information privilégiée sont donc son caractère précis, non public et son influence potentielle sur le prix d'un instrument financier.

Le Législateur national a plus précisément défini les contours de l'information privilégiée.

Ainsi, l'article 621-1 du chapitre premier du titre II du Livre VI du règlement général de l'AMF a affiné les notions de « précision » de l'information et de son « influence sensible¹²⁰ ». En substance, l'information privilégiée y est notamment assimilée aux éléments déterminants qui fondent la décision d'un investisseur, définition qui a fait l'objet d'un important débat doctrinal, pour être cependant saluée comme plus explicite que les textes précédemment en vigueur¹²¹. La jurisprudence de l'Autorité des Marchés Financiers, ainsi qu'une jurisprudence constante de la Cour de Cassation, ont également largement contribué à définir plus précisément la notion d'information privilégiée. On se borne ici à présenter quelques exemples issus de la jurisprudence récente. La notion du caractère précis de l'information a notamment été détaillée : elle doit par exemple avoir une certaine qualité et présenter un degré élevé de certitude. La commission des sanctions considère, par exemple, qu'est précise au sens des dispositions de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF une information qui implique l'existence d'un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, peu important l'existence d'aléas quant à la réalisation effective de ce projet. La non-publicité de l'information s'apprécie également au cas d'espèce, tout comme le critère de « l'influence sensible » - par exemple l'annonce du projet d'une société de lancer une Offre Public d'Achat (OPA) amicale peut être considérée comme susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours d'un titre objet de l'offre, tout comme l'information relative au caractère imminent d'une cession de participation dans le capital d'une société.

6.2.2 Sur les marchés de produits de base, la notion d'information privilégiée trouve des limites liées au respect de la confidentialité de certaines décisions de production

Le Législateur européen a retenu une définition spécifique des informations privilégiées sur les instruments dérivés des marchés de produits de base, précisée plus avant en droit national. En application de l'article I, alinéa 1 de la directive sur les abus de marché 2003/6/CE du 23 janvier 2003 [certains éléments soulignés par nous] : *« pour les instruments dérivés sur produits de base, on entend par « information privilégiée », une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments dérivés sont négociés s'attendraient à recevoir conformément aux pratiques de*

¹²⁰ Article 621-1 du règlement général de l'AMF : « Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. Une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement. »

¹²¹ L'article 1, alinéa 1er, du règlement n° 90-08 de la Commission des Opérations de Bourse disposait ainsi que devait être qualifiée d'information privilégiée, « une information non publique, précise, concernant un ou plusieurs émetteurs, une ou plusieurs valeurs mobilières, un ou plusieurs contrats à terme négociables, un ou plusieurs produits financiers cotés qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur, du contrat ou du produit financier concerné ».

marché admises sur ces marchés ». La définition retenue est donc proche de celle développée pour les autres instruments financiers. Aux critères de précision et de non-publicité de l'information, est adjoint un troisième critère, plus délicat d'appréhension : les informations que les utilisateurs de marché s'attendent à recevoir, conformément aux pratiques de marché. Ces deux derniers éléments ne sont d'ailleurs pas définis. En droit national, le règlement général de l'AMF précise cependant ces critères. L'article 621-2 adapte cette définition de l'information privilégiée et complète les dispositions de la directive par deux conditions alternatives : les utilisateurs des marchés concernés devraient s'attendre à recevoir une telle information conformément aux pratiques de marché admises, lorsque cette information « est périodiquement mise à la disposition de leurs utilisateurs ou [souligné par nous] est rendue publique en application de la loi, des règlements ou des règles de marché, de contrats ou d'usages propres au marché du produit de base sous-jacent ou au marché d'instruments dérivés sur produits de base concernés ». En dépit de ces précisions, et en l'absence d'une jurisprudence constante sur le sujet, la notion d'information privilégiée semble délicate d'appréhension, et dans les faits limitée à l'hypothèse où des informations qu'il est d'usage ou de droit de voir communiquer aux acteurs de marché ferait l'objet d'une rétention. Dans le cas du marché du CO₂ on pourrait imaginer le cas théorique où une entreprise n'aurait par exemple pas communiqué annuellement sa déclaration d'émissions constatées – alors qu'elle est tenue de le faire par les dispositions portées au Code de l'Environnement – et en aurait abusivement profité pour conduire une opération sur le marché. Toute la difficulté tient à l'application de cette définition aux cas d'espèce : par exemple, il n'est nullement évident que l'arrêt inopiné d'une installation industrielle en cours d'année relèverait de l'une ou l'autre des catégories définies en droit national.

A priori, et d'un point de vue théorique, certaines informations relatives à l'activité des entreprises assujetties pourraient être considérées comme relevant de la catégorie d'information privilégiées au sens des définitions précédemment exposées, car présentant le risque d'influer de manière sensible le prix du quota de CO₂ européen.

Pour autant, le prix sur le marché du CO₂ résulte des comportements de l'ensemble des acteurs assujettis sur le sous-jacent : chaque acteur est en un sens un « initié », dans la mesure où son action (décision de fermeture d'installation, de modification des processus de production), et donc toute information qui s'y rattache, emportera une influence sur le prix sur le marché physique. L'amplitude de cette influence dépend de l'importance relative de cet acteur sur le marché. Une obligation de communication par un acteur d'une information privilégiée relevant de sa propre activité ne pourrait donc se justifier qu'afin de corriger une asymétrie d'information qui ne résulte pas de la nature des acteurs, mais de leur capacité d'influence relative sur le prix.

Cette situation invite à définir autrement le champ de l'information privilégiée proprement dite, sur le marché européen du CO₂.

En premier lieu, toute définition trop extensive d'une information considérée comme privilégiée sur ce marché pourrait aboutir à imposer une obligation de communication à des concurrents d'informations qui ont trait à l'activité, ou à la stratégie d'investissement de l'acteur concerné. Certains acteurs pourraient légitimement prétendre à conserver cette information confidentielle, afin de protéger leurs intérêts commerciaux. Il convient de souligner que les enjeux de confidentialité sur les activités des participants sont plus importants sur les secteurs industriels assujettis au marché européen des quotas. Ces

secteurs sont en effet soumis à des enjeux de concurrence réels, bien davantage que ne le sont des secteurs réglementés comme ceux de l'énergie.

En deuxième lieu, le responsable d'une entreprise assujettie pourrait légitimement souhaiter réaliser une transaction sur le fondement de certaines informations internes, par exemple à seules fins de couverture du changement d'exposition au risque prix induit par un événement soudain. La non-divulgateion de cette information aux autres acteurs serait ainsi justifiée par le souci d'éviter que la position de cette entreprise ne devienne explicite. Elle présenterait en effet le risque que le marché n'en profite pour « arbitrer » l'acteur, lui faisant payer à un prix plus élevé son intervention sur le marché.

La définition de l'information privilégiée sur le marché du CO₂ devrait donc être proportionnée et avoir pour objectif de traiter exclusivement des cas d'asymétrie extrêmes, qui peuvent soulever, de par leur amplitude, un problème d'équité, voire constituer une barrière à la participation des plus petits acteurs. Les réflexions en cours sur les marchés du gaz et de l'électricité fournissent un éclairage à cette logique.

A la notion même d'information privilégiée portant sur les activités propres des acteurs, pourrait être préférée celle d'informations sensibles, c'est-à-dire portant sur un événement susceptible d'avoir une influence significative sur le prix du marché et d'induire par conséquent une asymétrie d'information très forte entre différents acteurs. La notion d'information privilégiée apparaît peu adéquate dans la mesure où une information sur l'activité propre d'un acteur est, par définition, privilégiée.

6.2.3 La volonté de réguler de manière plus contraignante l'utilisation d'informations sensibles sur les marchés européens du gaz et de l'électricité trouve son fondement dans l'existence sur ces marchés de fortes asymétries d'information liées à leur concentration

La Commission européenne a lancé des travaux pour définir un cadre de régulation *ad hoc* sur le marché du gaz et de l'électricité, suite à l'adoption en 2009 du Troisième Paquet Energie. Elle d'ailleurs envisagé leur possible extension aux marchés connexes comme le CO₂. Le Troisième Paquet Énergie (directives 2009/72/CE et 2009/73/CE) a défini un cadre européen de surveillance des marchés de gros du gaz et de l'électricité par les régulateurs sectoriels. Il confie un pouvoir d'enquête aux régulateurs sectoriels et prévoit leur coopération avec les autorités de surveillance des marchés financiers et les autorités de la concurrence. Il fixe également des obligations de conservation de données aux acteurs. Il apparaît cependant encore insuffisant dans un contexte d'influence croissante des prix de gros sur les prix de détail, de régionalisation du marché de gros (alors que les régulateurs restent nationaux) - et de fragmentation du marché en différents régimes de régulation applicables. La Commission européenne mène donc actuellement des travaux sur les enjeux de transparence et d'intégrité des marchés du gaz et de l'électricité, qui incluent la question de l'utilisation d'informations privilégiées. Elle s'appuie pour cela sur les travaux du *Committee of European Securities Regulators* (CESR) et de l'*European Regulators' Group for Electricity and Gas* (ERGEG)¹²².

Le CESR et l'ERGEG ont préconisé la mise en place d'un régime *ad hoc* sur l'utilisation d'informations sensibles. Il s'appuie sur des obligations précises et explicites de publication

¹²² "CESR and ERGEG advice to the European Commission in the context of the Third Energy Package - Response to Question F.20 – Market Abuse" <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=5270>.

d'informations. Le critère de publicité emporte la qualification de ces informations comme privilégiées¹²³. Ce régime pourrait s'inspirer des règles de marché définies par la plate-forme de négociation sur le marché de l'électricité des pays nordiques *NordPool*, qui obligent les participants au marché à une communication extensive des informations portant sur leurs propres activités et infrastructures de production, de transmission et de consommation d'électricité.

Encadré n°24 – Les obligations de publication d'informations sur le marché NordPool de l'électricité

Les règles de marché de la plate-forme de négociation NordPool interdisent l'utilisation d'informations privilégiées, avec une définition identique à celle donnée par la directive MAD2003/6/CE pour les marchés de produits de base. Elles établissent également des obligations précises de publication d'informations, définissant explicitement les informations privilégiées que les acteurs du marché doivent s'attendre à recevoir.

Elles obligent ainsi tout participant au marché à communiquer les informations suivantes lorsqu'elles portent sur une activité ou un actif (en particulier de production, consommation ou transmission d'électricité, que le participant possède, contrôle ou dont il a la responsabilité d'équilibre) :

- tout arrêt prévu, limitation, expansion ou démantèlement, dans les 6 semaines suivantes, de toute infrastructure de génération, de consommation ou de transmission de plus de 100MW et de toute centrale de production de plus de 200MW ; ainsi que tout changement dans les plans communiqués ;*
- tout arrêt prévu, limitation, expansion ou démantèlement dans l'année calendaire en cours et les trois années calendaires suivantes de toute infrastructure de génération, de consommation ou de transmission de plus de 400MW, ainsi que tout changement dans les plans initialement communiqués ;*
- tout arrêt imprévu, ou incident relatif à toute infrastructure de génération, de consommation ou de transmission de plus de 100MW et de toute centrale de production de plus de 200MW ; ainsi que tout changement de situation par rapport aux informations initialement communiquées ;*
- toute information susceptible d'avoir un effet significatif sur le prix d'un ou plusieurs produits admis à la négociation, si elle était rendue publique ;*

Les règles de marché prévoient les exemptions suivantes à l'obligation de publication :

- les informations relatives aux plans et stratégies de trading du participant au marché*
- les informations relatives aux installations et à la stratégie de gestion en ce qui concerne les quotas d'émissions de CO₂ ;*
- les informations qu'un participant au marché reçoit sur un client de la part de celui-ci ;*
- les informations qu'un participant au marché reçoit sur un autre participant au marché de la part de ce dernier, dans le cadre d'une transaction réalisée en dehors du marché organisé ;*

¹²³ En accord avec la définition de l'information privilégiée donnée par la directive MAD soit une information que les participants au marché s'attendraient à recevoir conformément aux pratiques de marché admises sur ces marchés.

Les informations doivent être communiquées au marché par l'intermédiaire d'un système spécifique d'information (Urgent Market Messages – UMM) dans les 60 minutes suivant le fait générateur de l'information.

Source : NordPool

Dans l'arbitrage entre confidentialité des informations sur l'activité des participants et limitation de l'asymétrie d'information, l'accent porté sur la seconde semble justifié sur les marchés du gaz et de l'électricité par l'existence d'asymétries particulièrement marquées entre les acteurs. Dans leur recommandation, le CESR et l'ERGEG soulignent ainsi que [traduit par nous] « *comme présenté dans l'enquête de la Commission européenne sur le marché de l'électricité, il existe une perception générale que les données de production des producteurs historiques verticalement intégrés sont d'abord partagées au sein de l'entreprise et pas nécessairement avec les autres participants au marché, ce qui nuit à la confiance en les marchés de gros. Ce type d'asymétrie d'information est dû à un manque de transparence et peut résulter en des abus de marché* ».

6.2.4 Sur le marché du CO₂, le risque principal s'attache aux informations réglementaires et aux données consolidées d'émissions qu'il convient de considérer comme de réelles informations privilégiées : seul un nombre limité d'informations sur l'activité des acteurs peuvent quant à elles être qualifiées de sensibles

Il convient de distinguer, sur le marché du CO₂, deux types d'informations sur lesquelles pourraient peser des obligations particulières quant à leur utilisation. Tout d'abord, les informations endogènes, qui résultent de l'activité propre d'un acteur (comme des données sur le niveau de son activité industrielle) et qui par leur influence potentiellement significative sur le prix de marché, pourraient être considérées comme sensibles. Ensuite, les informations exogènes à l'activité d'un participant au marché, informations de nature réglementaire en particulier, et qui pourraient être considérées comme privilégiées.

Une première interrogation porte sur l'encadrement de l'utilisation, par des acteurs du marché, assujettis en particulier, d'informations endogènes à leur activité et, relatives en particulier à des événements soudains. En effet, l'augmentation de la fréquence de publication des données d'émissions pourrait améliorer l'information générale des acteurs et réduire l'asymétrie d'information entre les grands assujettis et les autres. Néanmoins, s'agissant d'une obligation de publication à une fréquence fixe, elle ne permettrait pas de révéler immédiatement au marché un événement précis susceptible d'avoir une influence significative sur le niveau de prix comme, par exemple, l'arrêt d'une grande installation émettrice sur le marché des quotas, ou un retard dans le développement d'un projet important du Mécanisme de Développement Propre (MDP). Elle ne permettrait donc pas d'empêcher l'exploitation par un acteur d'une asymétrie forte d'information.

En raison de la fragmentation du sous-jacent et du fonctionnement du marché sur un pas de temps annuel, peu d'événements précis, à l'échelle d'un participant au marché, sont susceptibles d'influencer de manière significative le prix du CO₂. Sur le marché des quotas européens, la première installation émettrice ne représente en effet que 1.5% des émissions annuelles et seules 15 installations sur 11 000 représentent chacune plus de 0,5% des émissions totales. Par conséquent, seuls des événements exceptionnels de grande ampleur sur un nombre très limité d'installations (ou d'installations intervenant en substitution d'autres installations assujetties) sont susceptibles d'emporter une influence

significative sur le prix des quotas, et pourraient justifier d'une obligation d'information du marché.

La concentration est plus élevée sur le marché des crédits internationaux, le plus grand projet représentant 3% des crédits émis aujourd'hui annuellement sur l'ensemble des projets enregistrés auprès du bureau spécialisé du Secrétariat de la Convention Cadre des Nations Unies sur les Changements Climatiques (CCNUCC). Cependant, seuls 15 projets sur plus de 2000 représentent chacun plus de 1% des crédits émis chaque année. Seuls des événements de grande ampleur sur un petit nombre de grands projets pourraient donc avoir une incidence significative sur le prix des crédits internationaux. De plus, ce risque est actuellement limité par le processus onusien rigoureux de validation des projets, puis la vérification des réductions d'émission obtenues, qui introduit un niveau de transparence élevé sur le marché primaire des crédits internationaux.

Par conséquent, sur le marché du CO₂, les informations, endogènes à l'activité des acteurs susceptibles d'engendrer une asymétrie d'information majeure, semblent peu nombreuses. Le marché du CO₂ semble se trouver, à cet égard, dans une situation assez différente de celle existant sur les marchés du gaz et de l'électricité, où l'asymétrie d'information est forte et où un petit nombre d'acteurs peuvent se trouver en position de détenir des informations non publiques sur des événements pouvant modifier considérablement l'équilibre et donc le prix du marché¹²⁴.

Tableau n°11 – Répartition des installations assujetties au marché européen des quotas en fonction de leur taille relative

<i>Taille relative des installations (émissions 2008 en % du total des émissions du marché européen des quotas)</i>	<i>Nombre d'installations</i>
1% à 1.5%	5
0.5% à 1%	10
<0.5%	>11 000

Source : CITL, CDC Climat Recherche

¹²⁴ En raison du fonctionnement du marché sur un équilibre instantané et sur le fondement du coût marginal de production de la dernière centrale appelée, ainsi que de la part plus élevée de la capacité de production électrique que représentent les plus grandes centrales.

Tableau n°12 – Répartition des projets MDP enregistrés auprès de la CCNUCC en fonction de leur taille relative

<i>Taille relative des projets (crédits émis annuellement par le projet en % du total de crédits émis par l'ensemble des projets enregistrés auprès de l'UNFCCC)</i>	<i>Nombre de projets enregistrés auprès de la CCNUCC</i>
3% à 3.5%	1
2.5% à 3%	3
2% à 2.5%	2
1.5% à 2%	2
1% à 1.5%	7
0.5% à 1%	15
<0.5%	2032

Source: CDC Climat Recherche, d'après données UNEP Risoe mars 2010

En revanche, un certain nombre d'informations, de nature principalement réglementaire, pourraient être considérées comme des informations privilégiées. En particulier, les informations relatives aux modalités d'offre de quotas (par exemple, les modalités d'adjudication des quotas en phase III), et les données agrégées d'émissions au niveau d'un pays ou de l'ensemble de l'Union européenne¹²⁵, sont susceptibles d'engendrer des situations d'asymétrie d'information majeures qui pourraient être utilisées, à leur profit, par des participants aux marchés qui en seraient détenteurs. A titre d'illustration, la consolidation de ces données étant un processus relativement long, certaines personnes, notamment au sein des administrations publiques en charge de cette mission et les teneurs de registres, disposent, par conséquent, en amont de la restitution des quotas, au 30 avril de chaque année, de données portant sur des parts très significatives des émissions de l'ensemble des installations assujetties. L'utilisation directe de ces informations par un acteur pour intervenir sur le marché, ou leur communication à un acteur du marché, serait constitutive d'une situation caractérisée d'asymétrie d'information illégitime. Elle a malheureusement connu des précédents sur le marché du CO₂. A compter de mars-avril 2006, le marché européen a en effet été en situation de « choc informationnel asymétrique », la Commission européenne, ayant établi que le marché de quotas serait probablement « long » de 4% en fin de première période. Le prix a alors été très volatil jusqu'en mai 2006, avant d'amorcer, à partir d'octobre 2006, une chute, atteignant 1 €/t CO₂ en février 2007. Il est plus que probable que certains acteurs avaient pris connaissance, avant leurs concurrents, des informations détenues par la Commission, ce qui a contribué à accroître la volatilité des prix et leur a permis de tirer partie de cette situation en vendant plus rapidement leurs quotas.

¹²⁵ Par définition, ces informations portent sur des volumes très importants. Sans même évoquer les données consolidées à l'échelle de l'UE auxquels les instances communautaires ont accès, les installations allemandes représentent plus de 20% de l'allocation totale, le Royaume-Uni, la Pologne et l'Italie, autour de 10%.

Sur le marché du CO₂, il convient donc de distinguer informations privilégiées et informations sensibles. Les premières semblent davantage relever d'informations de nature réglementaire ou relatives à des données agrégées sur un périmètre large d'installations, et en possession des pouvoirs publics, que d'informations relatives à une installation ou un projet, en possession des acteurs du marché.

6.3 La prévention des abus de marché devra s'appuyer sur un cadre portant sur l'ensemble du marché du CO₂

Il est indispensable de protéger le marché du CO₂ contre les abus de marché par un cadre de régulation adéquat. Il s'agit tout d'abord d'un impératif économique. La robustesse du signal-prix doit être protégée contre des manipulations de marché, qui pourraient éloigner le prix du CO₂ de ses fondamentaux, dégradant l'efficacité économique du système de quotas et résulter en une augmentation injustifiée des coûts de conformité pour les assujettis. La protection contre les abus est également un élément essentiel pour encourager la participation des acteurs et le développement de la liquidité du marché, en leur garantissant des conditions équitables d'intervention. Il s'agit ensuite d'un impératif politique : la pérennité du système de quotas. La matérialisation de ce risque par la révélation d'une manipulation massive, par un ou plusieurs acteurs, du marché du CO₂, qui entraînerait un transfert financier illégitime des assujettis au système de quotas vers les auteurs de la manipulation, pourrait mener à une remise en cause structurelle du système d'échange de quotas. Au regard de l'utilité sociale de cet instrument économique, et de la défiance actuelle envers les marchés, il serait dangereux de parier sur la seule autorégulation du marché et sur la limitation des risques par ses seules modalités d'organisation.

L'existence d'un cadre réglementaire définissant les cas d'abus de marché et permettant d'en sanctionner les auteurs apparaît donc nécessaire. Le Législateur Européen a d'ailleurs demandé à la Commission européenne, (article 12-1 de la directive 2003/87/CE révisée) de procéder, avant le 30 décembre 2010, à une analyse des risques d'abus de marché, et d'étudier à ce titre l'opportunité de mettre en place les dispositions réglementaires appropriées¹²⁶.

La réglementation existante est aujourd'hui insuffisante face aux risques qui pèsent sur le marché du CO₂. En l'absence d'une réglementation spécifique, la régulation contre les abus de marché relève en effet de la seule directive MAD (directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003), en l'état inadaptée pour traiter d'éventuels abus sur le marché du CO₂.

La directive MAD ne s'applique qu'aux instruments financiers – soit les produits dérivés – admis à la négociation sur un marché réglementé¹²⁷. Si elle couvre par conséquent les plates-formes de négociations *ECX*, *EEX* et *Nordpool*, qui ont le statut de marchés

¹²⁶ Article 12.1bis : « La Commission examine, avant le 31 décembre 2010, si le marché des quotas d'émissions est suffisamment à l'abri des opérations d'initiés ou des manipulations de marché et présente, si besoin est, des propositions afin de garantir que tel est le cas. Les dispositions pertinentes de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) peuvent être utilisées, en procédant aux éventuelles adaptations nécessaires pour les appliquer au commerce des produits de base. »

¹²⁷ Au sens de l'article 1 point 13 de la directive 93/22. La liste des marchés réglementés est publiée chaque année au JOUE. Sur le marché du CO₂, elle inclut *ECX* (via *ICE*), *EEX*, *Nordpool*, mais pas *BlueNext*. Pour les articles concernant les opérations d'initiés, sont aussi inclus dans le champ d'application de la directive les instruments financiers non admis sur les marchés réglementés mais dont la valeur dépend d'un instrument admis sur les marchés réglementés.

réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (comme *BlueNext Derivatives*), le marché de gré à gré et le marché au comptant tombent hors son champ d'application. Ainsi, des abus sur le marché au comptant ne seraient considérés comme tels au sens de la MAD que par leur incidence sur le prix des contrats à terme échangés sur un marché réglementé. Concernant l'exclusion des systèmes multilatéraux de négociation du champ de la directive, la situation pourrait évoluer : la révision de la directive qui devrait aboutir dans le courant de l'année 2010, pourrait conduire à une extension de son champ d'application.

De plus, ses dispositions actuelles semblent en partie inadaptées au marché du CO₂ et à ses spécificités. Premièrement, elle ne définit pas la notion d'information privilégiée sur des marchés spécifiques. Hors la définition générique de cette notion pour les instruments financiers¹²⁸, la directive ne donne en effet de définition spécifique que pour les instruments dérivés sur produits de base. Deuxièmement, elle ne définit des obligations de publication des informations privilégiées que pour les émetteurs de ces instruments¹²⁹. Cette notion propre aux marchés de titres financiers n'est pas pertinente pour le marché du CO₂ : ni les participants aux marchés (entreprises assujetties comprises), ni les États ne peuvent être considérés comme émetteurs des instruments dérivés sur quotas.

Un cadre de régulation des abus de marché, couvrant l'ensemble du marché du CO₂, y compris le marché au comptant, et adapté à ses spécificités doit donc être mis en place. Il devra tout d'abord couvrir la totalité des produits, qu'il s'agisse d'instruments dérivés ou de quotas ou crédits internationaux au comptant et la totalité des lieux de négociations. Il devra ensuite donner une définition adéquate des manipulations de marché sur le marché du CO₂, prévoyant bien les cas de manipulations incluant la prise de position combinée sur le marché au comptant et le marché dérivé. Dans les faits, les modifications à apporter à la définition des manipulations de marché telles que portée dans la directive MAD, et présentée dans l'encadré *infra*, pourraient être minimales, sous réserve de la prise en compte du marché au comptant. Enfin, en raison de la nature réglementaire du marché, le cadre de régulation devrait prévoir et interdire les manipulations de marché conduites par les autorités gouvernementales et les pouvoirs publics.

Le cadre de régulation devrait traiter de la question de l'utilisation d'informations privilégiées ou sensibles. Il apparaît, en premier lieu, nécessaire de définir comme informations privilégiées les informations portant sur les paramètres ayant trait à la définition de l'offre de quotas, ainsi que les informations sur des données agrégées¹³⁰ d'émissions. La communication de ces informations au marché doit être régie par des principes et des règles garantissant un accès clair et non discriminatoire des participants à ces informations. La divulgation de ces informations hors du cadre défini et leur utilisation, avant communication, pour intervenir sur le marché doivent être impérativement proscrites.

Concernant le traitement des informations sensibles endogènes à l'activité des acteurs du marché, deux options peuvent être envisagées.

La première serait une définition générique, inspirée de la définition générale au titre de la directive MAD, soit toute information susceptible d'avoir une influence significative sur l'équilibre du marché.

¹²⁸ Article I alinéa 1 de la directive 2003/6/CE.

¹²⁹ Article 6 de la directive 2003/6/CE.

¹³⁰ Une référence à un seuil pourrait être introduite.

La seconde consisterait en la définition explicite d'un certain nombre d'informations jugées sensibles et que les acteurs seraient tenus de communiquer immédiatement au marché. Cette obligation de communication devrait se doubler d'une interdiction de toute intervention sur le marché avant la communication de l'information. En pratique, seul un nombre limité d'informations semble, *a priori*, sujet à cette définition. A titre illustratif, il pourra s'agir des arrêts de longue durée d'installations fortement émettrices, ou constituant une alternative à des installations fortement émettrice (par exemple, l'arrêt d'une centrale nucléaire).

Au regard des travaux conduits au niveau européen sur la régulation des marchés de l'électricité, il est par ailleurs probable que le cadre de régulation des marchés de l'électricité emporte des obligations de publication d'informations similaires, voire plus ambitieuses.

Etant donné le caractère empirique de la définition de ce qu'est une information sensible, il serait justifié que le Législateur donne au Régulateur la possibilité d'étendre ou d'amender la liste des informations jugées sensibles, dans un souci d'équilibre entre le coût et l'efficacité des obligations réglementaires ainsi posées.

**Encadré n°25 – La définition des manipulations de marché dans la directive MAD
2003/6/CE**

L'article premier alinéa 2 définit comme « manipulations de marché», les comportements suivants:

Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres:

- qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers, ou

- qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse que les raisons qui l'ont poussées à le faire soient légitimes et que ces opérations ou ces ordres soient conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ;

Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice ;

Le fait de diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias (dont Internet) ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs et de diffuser des informations fausses ou trompeuses, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses.

En particulier, les exemples ci-après découlent de la définition principale figurant aux points a), b) et c) ci-dessus :

Le fait pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée de s'assurer une position dominante sur l'offre ou la demande d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables ;

Le fait d'acheter ou de vendre des instruments financiers au moment de la clôture du marché, avec pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours de clôture ;

Le fait de tirer parti d'un accès occasionnel ou régulier aux médias traditionnels ou électroniques en émettant un avis sur un instrument financier (ou indirectement, sur l'émetteur de celui-ci) après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de profiter par la suite de l'impact dudit avis sur le cours de cet instrument sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, ce conflit d'intérêts. Les définitions de la manipulation de marché sont adaptées de manière à pouvoir couvrir les nouveaux comportements qui constituent de fait des manipulations de marché.

Recommandation n°17 : promouvoir l'élaboration d'un cadre européen de prévention et de sanction effective des abus de marché adapté au marché du CO₂, régissant l'utilisation d'informations sensibles et d'informations privilégiées, et couvrant l'ensemble des produits échangés, et des modalités de négociation.

Recommandation n°18 : prévoir des mécanismes de sanction des manipulations de marché commises par des autorités publiques.

Recommandation n°19 : définir comme informations privilégiées, sur le marché européen du CO₂, les informations portant sur les paramètres de l'offre de quotas et les données agrégées d'émissions.

Recommandation n°20 : définir et énumérer ex ante comme informations sensibles, sur le marché européen du CO₂, les informations portant sur les activités propres des acteurs assujettis susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix du marché.

Donner la possibilité aux autorités de régulation du marché du CO₂ d'étendre la liste des informations sensibles, en tant que de besoin.

6.4 Le cadre de régulation des abus de marché pourrait prévoir la possibilité d'instaurer des limites de position ou d'emprise

L'introduction de mesures prudentielles, sous la forme de limites de position, ou d'emprise pourrait également être envisagée. Les limites de position visent à plafonner le nombre de quotas ou d'instruments dérivés qu'un investisseur donné peut détenir et à prévenir ainsi des manipulations de marché s'appuyant sur des positions dominantes. Elles peuvent avoir, alternativement, pour objectif de limiter les positions prises par un acteur sur le marché secondaire, ou de limiter le nombre de quotas qu'un acteur peut acquérir lors d'adjudications.

A titre de parallèle, il convient de souligner que l'instauration, aux États-Unis, de limites de position sur les marchés de matières premières énergétiques, proposée par la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, fait l'objet d'une attention et d'un intérêt croissants. Aux États-Unis, des limites de position existent sur la plupart des marchés de matières premières agricoles, leur mise en place remontant à l'adoption du *Commodity Exchange Act* de 1936. Elles sont assorties d'exemptions pour les positions à des fins de couverture, qu'il s'agisse de la couverture de positions physiques ou de positions résultant de la vente d'un produit de couverture à un participant tiers. En revanche, la CFTC n'a jamais défini de limites de position fédérales sur les marchés de l'énergie¹³¹. L'approche de la CFTC concernant les limites de position sur les marchés de l'énergie a récemment évolué, suite notamment à l'augmentation brutale des prix du pétrole en 2008, qui aurait pu résulter, en partie, des activités spéculatives de certains acteurs, bien que cela n'ait jamais pu être quantitativement prouvé. La CFTC a ainsi publié, le 14 janvier 2010, une proposition visant à établir des limites de position sur les principaux marchés énergétiques (pétrole, fioul domestique, gaz naturel et essence). Elle prévoit une combinaison de limites de position à la fois sur des positions agrégées et des positions unitaires portant sur une échéance ou un contrat en particulier. La proposition maintient l'exemption dont bénéficient les acteurs commerciaux utilisant des contrats à terme à des fins de couverture de risques résultants de leurs activités sur les marchés physiques. En revanche, les vendeurs de produits de couverture ne bénéficieraient

¹³¹ Elle a laissé le soin aux bourses d'échanges de le faire, en vertu d'une réglementation établie en 1981 obligeant les bourses à fixer des limites de position en l'absence de limites fédérales. C'est ainsi que des limites de positions ont été instaurées par le NYMEX sur les contrats à terme pétroliers. Cette contrainte a été successivement allégée par une réglementation de la CFTC en 1999 (autorisant les bourses d'échanges à remplacer les limites portant sur des positions ne concernant pas le mois en cours par des seuils d'alerte au-delà duquel la plate-forme de négociation peut demander des informations à l'acteur concerné), puis par le *Commodity Futures Modernization Act (CFMA)* de décembre 2000, qui a encore affaibli le régime de limites de position en laissant le choix aux bourses entre limites de positions quantitatives et seuils d'alerte.

plus que d'une exemption partielle leur permettant de couvrir leur risque en dehors du mois en cours, à la condition qu'ils ne se livrent pas à des activités spéculatives.

Encadré n°26 – Les limites de position sur les marchés de l'énergie proposées par la Commodity Future Trading Commission (CFTC)

Les limites de position proposées par la CFTC le 14 janvier 2010 sont les suivantes :

- une limite de position agrégée (i.e. portant pour un produit donné – par exemple, le pétrole - sur l'ensemble des plates-formes de négociation, l'ensemble des contrats ayant pour sous-jacent le produit en question et l'ensemble des modes de dénouement – en espèce ou par livraison physique) fixée sur l'ensemble des échéances à 10% des intérêts ouverts pour les 25 000 premiers contrats et à 2.5% des intérêts ouverts au-delà ;*
- une limite de position agrégée pour une échéance donnée égale à 2/3 de la limite toutes échéances confondues ;*
- pour les contrats à livraison physique, une limite sur les positions ouvertes au cours du dernier mois de cotation égale à 25% des volumes disponibles à la livraison ;*
- une limite de position définie pour chaque plate-forme de négociation égale à 30% des intérêts ouverts.*

Source : CFTC, Direction de l'Energie

La mise en place de limites de positions ou d'emprise est cependant un processus complexe, dont l'efficacité repose sur deux pré-requis.

Le premier est que le régulateur développe une compréhension suffisamment fine du fonctionnement du marché pour fixer la limite à un niveau adéquat. Le plafond doit en effet être fixé à un niveau suffisamment bas pour prévenir effectivement la concentration des positions, sans pour autant limiter de manière non justifiée la capacité des acteurs à intervenir sur le marché. Dans la mesure où, à l'instar du système américain, il apparaît légitime de prévoir une exemption pour les entreprises assujetties intervenant sur le marché à seules fins de couverture, la contrainte porterait surtout sur les acteurs intervenant sur le marché pour proposer des produits de couverture du risque de prix ou à des fins spéculatives. En limitant les activités de ces acteurs, un plafond trop bas risquerait de porter atteinte au développement et à la liquidité du marché. La mise en place de limites de positions – ou de limites d'emprise – à un niveau efficace nécessite donc de disposer d'informations quantitatives précises sur les positions des acteurs et présuppose donc l'existence d'un système de *reporting* des données sur les transactions envers les autorités de régulation.

Le second est que le régulateur soit en mesure de faire respecter les limites qu'il édicte. La vérification du respect des limites par les participants au marché nécessite un suivi précis et continu des transactions réalisées et des positions prises par les acteurs. Ce suivi doit pouvoir s'exercer sur l'ensemble des marchés, l'information pertinente étant avant tout la position agrégée prise par un acteur sur l'ensemble des contrats traités. Il s'agit par exemple ici de pouvoir évaluer la position prise par un acteur donné sur l'ensemble des contrats avec livraison décembre 2011, échangés sur ECX, EEX, *Nordpool*, *BlueNext*, voire sur le marché de gré à gré. Le régulateur doit également être en mesure d'identifier les stratégies de contournement qui pourraient conduire, par exemple, un acteur à construire une position excédant la limite définie en intervenant sous différentes identités, ou *via* un ensemble

d'intermédiaires pouvant masquer son identité au régulateur. Un système de *reporting* des données sur les transactions est donc également indispensable pour que le régulateur soit en mesure de faire respecter les limites qu'il a édictées. Pour faire respecter les limites de position fédérales sur les marchés de matières premières agricoles, la CFTC s'appuie ici sur un système de reporting des positions des acteurs, le *Large trader Reporting Program*, présenté dans l'encadré suivant.

Encadré n°27 – Le *Large Trader Reporting Program* de la *Commodity Future Trading Commission* (CFTC)

La CFTC a mis en place un système extensif de collecte de données sur les positions des acteurs, auprès des plates-formes de négociation, chambres de compensation, brokers et, directement, traders.

Les plates-formes de négociation, tout d'abord, doivent transmettre à la CFTC des informations confidentielles sur les positions agrégées et les activités de trading de chacun de leurs membres. Chaque jour, les positions longues et courtes, et les opérations réalisées par chacun des membres font l'objet d'un reporting de la bourse d'échange auprès de la CFTC, par type de contrats et séparé entre activités pour compte propre et compte de tiers.

Néanmoins, les données portant uniquement sur les membres d'un marché organisés ne permettent pas, à elles seules, d'identifier les positions prises par les traders sur le marché : la position d'un membre du marché organisé est la combinaison des positions de plusieurs de ses contreparties, lorsque celui-ci intervient pour compte de tiers. De plus, un trader souhaitant prendre une position importante sur le marché peut passer conjointement par plusieurs membres d'une bourse d'échange.

La CFTC a donc instauré, en plus de l'obligation de reporting pesant sur les plates-formes de négociation, une obligation journalière de déclaration des positions des traders lorsque celles-ci dépassent un certain seuil, fixé par la CFTC. Cette obligation pèse sur les membres des bourses d'échanges et sur les brokers. Ainsi, un broker ayant un client dont la position sur un contrat donné excède le seuil fixé par la CFTC se verrait dans l'obligation, en fin de journée de déclarer l'ensemble des positions prises par ce client sur l'ensemble des contrats ayant le même sous-jacent.

Les données ainsi collectées sont par ailleurs publiées, chaque semaine par la CFTC, et agrégées par type d'acteurs.

Ce double système de reporting, pesant à la fois sur les plates-formes de négociation et sur les intermédiaires agissant pour compte de tiers, permet ainsi à la CFTC de disposer d'une vision relativement précise des positions prises chaque jour par les traders.

Source : CFTC

Par ailleurs, des limites portant uniquement sur les positions prises sur les plates-formes de négociation ou les marchés organisés présentent un risque d'effet pervers de report des transactions vers les marchés de gré à gré, non soumis à des limites de position. Pour être efficaces, les limites de position devraient ainsi porter à la fois sur les plates-formes de négociation et le gré à gré et s'appuyer sur un système de *reporting* de l'ensemble des transactions.

Ces considérations conduisent donc à privilégier, au moins dans un premier temps, la mise en place d'un système de *reporting* des transactions qui permettra au Régulateur d'améliorer sa compréhension et sa connaissance des stratégies et positions prises par les acteurs. Le Régulateur pourra alors, en tant que de besoin, définir des limites quantitatives de positions à des niveaux adéquats, permettant de limiter les effets d'éventuelles manipulations de marché sans pour autant porter atteinte à son fonctionnement. Elles pourraient limiter i) la position prise par un acteur par rapport à l'ensemble de l'intérêt ouvert sur le marché du CO₂ et par rapport à l'intérêt ouvert sur une échéance donnée et / ou ii) fixer une limite à la position prise par un acteur sur le marché au comptant et sur l'ensemble des contrats à terme avec livraison physique dans l'année en cours, définie en référence à la taille du marché sous-jacent (*i.e.* au nombre de quotas alloués).

Afin de permettre au Régulateur de parer à des situations de manipulations de marché, le cadre de régulation envisagé pourrait néanmoins d'ores et déjà donner pouvoir au régulateur de fixer des limites de position, si de telles dispositions lui semblaient nécessaires à la protection du marché.

Recommandation n°21: afin de protéger le marché contre d'éventuelles manipulations de marché, donner la possibilité au(x) Régulateur(s) d'instaurer des limites de position, s'il(s) l'estime(nt) nécessaire.

7 Une architecture de supervision intégrée du marché européen du CO₂ devrait être rapidement mise en place

La supervision du marché du CO₂ pose un certain nombre d'enjeux complexes.

La supervision d'un marché « classique » comporte typiquement cinq missions principales : le contrôle de la bonne information sur les fondamentaux du marché ; le contrôle des infrastructures de marché et de post-marché ; la surveillance des échanges, afin de détecter d'éventuels abus et fraudes ; le contrôle du respect de l'application des règles de conduite par les acteurs de marché, et en particulier par les intermédiaires ; et la sanction des manquements aux règles en vigueur à la suite d'un contrôle ou d'une enquête.

Si ces dimensions sont toutes pertinentes sur le marché européen du CO₂, elles se doublent ici de problématiques spécifiques.

Premièrement, les modalités opérationnelles de surveillance des échanges diffèrent de celles d'un marché financier classique. Alors que ces dernières se fondent sur une logique d'identification de variations anormales sur certaines valeurs parmi une multiplicité de titres cotés, la surveillance du marché du CO₂ nécessite l'analyse d'un marché dans son ensemble, marché qui dérive d'un sous-jacent physique ou industriel, et dont le prix, ainsi que les stratégies des acteurs, résultent d'une dynamique d'équilibre fondamental entre l'offre de quotas, définie d'avance, et la demande, qui résulte d'un ensemble d'inducteurs « réels ». Le marché du CO₂ s'apparente, en cela, aux marchés de produit de base. Il s'agit également d'un marché sur lequel le nombre de produits échangés est très faible (en pratique les quotas au comptant, les crédits internationaux et les dérivés sur quotas à différentes maturités).

Deuxièmement, parce que le marché européen du CO₂ est un marché réglementaire, sa supervision doit intégrer les enjeux de contrôle et de sanction du comportement des autorités publiques nationales, et être à même de s'assurer du respect de leurs obligations par les États membres¹³².

Enfin, à compter de 2013, la supervision du marché européen du CO₂ devra intégrer la mise en place d'un marché primaire d'adjudication de quotas. Toute réflexion sur la supervision du marché européen doit tenir compte de cette évolution. A cet égard, à la date de remise du présent rapport, une incertitude fondamentale demeurerait quant au système d'organisation des adjudications. Le projet de règlement proposé par la Commission européenne n'avait en effet, pas encore fait l'objet d'un vote lors d'un Comité du Changement Climatique. La préparation du projet de règlement a été retardée par l'opposition systématique d'une minorité d'États membres à l'option d'une plate-forme d'adjudication unique. Le projet finalement proposé par la Commission européenne

¹³² Ce rôle est aujourd'hui, du moins en théorie, dévolu à la Commission européenne, en charge de faire respecter les règles de contingentement des émissions, soit les dispositions qui ont trait au *cap*. C'est ainsi qu'en phase I et II du marché la Commission européenne a arbitré le calibrage des Plans Nationaux d'Allocation des Quotas (PNAQ), et a engagé, en tant que de besoin, des procédures de recours en manquement contre les États contrevenants aux règles de la directive 2003/87/CE. Pour mémoire, la Commission européenne a ainsi en 2009 décidé le blocage de l'allocation des quotas aux producteurs d'électricité français, contestant le dispositif qui avait été mis en place par les autorités françaises dans le cadre de l'article 8 de la loi n°2008-1443 du 30 décembre 2008 de finances rectificative pour 2008, qui prévoyait de revenir sur le principe de gratuité des quotas attribués à ce secteur, afin de pallier le défaut de calibrage de la réserve nouveaux entrants.

contraste de manière surprenante avec les travaux préparatoires, qui semblaient s'inscrire en continuité des propositions de rapport CHARPIN.

Schématiquement, la problématique de la supervision du marché européen du CO₂ peut s'appréhender au regard de quatre questions principales.

Il est, en premier lieu, nécessaire de déterminer comment articuler la surveillance et la supervision du marché primaire et du marché secondaire. En deuxième lieu, se pose la question de l'opportunité d'une éventuelle séparation de la supervision du marché dérivé et du marché au comptant. En troisième lieu, apparaît l'enjeu de l'architecture institutionnelle : à quel(s) régulateur(s) confier la surveillance du marché ? Plusieurs solutions sont envisageables : intégrer le marché du CO₂ aux compétences du ou des régulateur(s) financier(s), du ou des régulateur(s) énergétiques(s), répartir la compétence entre ces régulateurs, ou mettre en place une ou des autorité(s) de surveillance *ad hoc*. Enfin, en quatrième lieu, se pose la question du niveau de surveillance pertinent : communautaire ou national. Des réponses à l'ensemble de ces questions découlent une architecture cible de surveillance du marché européen du CO₂.

7.1 En l'état actuel du droit positif européen et national, aucune autorité n'a compétence sur l'ensemble du marché européen et le marché au comptant ne fait l'objet d'aucunes règles de supervision communes

Une mission générale de surveillance du marché européen du CO₂ est confiée à la Commission européenne¹³³. Si la Commission s'acquitte aujourd'hui de cette tâche *via* un rapport annuel sur l'état de fonctionnement du marché, elle ne jouit cependant d'aucun pouvoir général et systématique d'intervention¹³⁴, et ne dispose donc en l'espèce que de son pouvoir d'initiative traditionnel. Sa capacité à prononcer d'éventuelles sanctions contre un État membre relève, quant à elle, de la seule procédure traditionnelle de recours en manquement. La mission qui lui est ainsi confiée, et, par voie de conséquence, les moyens dont elle dispose pour l'accomplir sont ainsi très inférieurs à ceux usuellement mis en œuvre pour la surveillance des marchés financiers. Comme le notait le rapport CHARPIN : « ces lacunes ne pourront être comblées que de manière inventive par le Législateur européen, qui ne dispose à proprement parler d'aucun mandat explicite dans la directive pour mettre en place un cadre institutionnel et réglementaire de régulation du marché ». Il est ainsi frappant de constater qu'en décidant de créer le premier marché réglementaire européen, le Législateur communautaire a fait le choix de limiter les pouvoirs de l'exécutif communautaire. Le constat est d'autant plus marquant que le marché européen du CO₂ s'est presque tout entier bâti, au moins lors de ses deux premières phases, autour du principe de subsidiarité. Le choix d'une très forte décentralisation d'éléments constitutifs du marché (par exemple la définition des Plans Nationaux d'Allocation des Quotas), vecteur de comportements non-coopératifs et potentiellement déstabilisateurs de la part des États

¹³³ En application de l'article 10.5 : « la Commission surveille le fonctionnement du marché européen des quotas de carbone ». Elle est chargée de transmettre un rapport annuel au Conseil et au Parlement européen sur le fonctionnement du marché, les modalités d'adjudication, les liquidités et les volumes échangés. La Commission assure un rôle de simple consolidation des informations transmises par les États membres, deux mois avant la fin de l'année.

¹³⁴ En application de l'article 29.1, en cas de preuves de dysfonctionnement manifeste du marché, la Commission présente un rapport au Conseil et au Parlement européen, assorti de propositions visant à accroître la transparence du marché et améliorer son fonctionnement.

membres, n'a pas été équilibré par des pouvoirs accrus confiés au « juge de paix » communautaire.

Une partie significative du marché européen du CO₂ est néanmoins supervisée, en tant que marché d'instruments financiers dérivés, par les régulateurs financiers nationaux. Le champ de surveillance des autorités des marchés financiers, tel que défini par les directives MAD et MIF est limité aux marchés organisés : marchés réglementés - comme le marché ECX au Royaume-Uni - ou Systèmes Multilatéraux de Négociations (SMN) – comme *BlueNext Futures*. Les dispositions de la directive « abus de marché », et par conséquent les pouvoirs qu'elle confère aux autorités compétentes portent uniquement sur les marchés réglementés¹³⁵. Les SMN sont couverts de manière plus légère par les obligations de surveillance imposées par la directive MIF aux SMN eux-mêmes, avec une obligation de déclaration aux autorités compétentes en cas de soupçons de fraudes ou d'abus de marché. La prochaine révision de la directive MAD devrait cependant probablement étendre son champ d'application aux SMN. Les plates-formes de négociation sur le marché dérivé du CO₂ tombent ainsi dans le champ de compétence des autorités de surveillance des marchés financiers. L'essentiel du marché organisé étant aujourd'hui à Londres (la plate-forme de négociation ECX représente à elle seule près de la moitié des échanges¹³⁶), le marché dérivé européen du CO₂ est, dans les faits, principalement surveillé par la *Financial Services Authority* britannique.

En revanche, le marché au comptant et le marché des contrats commerciaux à terme, échappent très largement à toute surveillance des autorités de régulation des marchés financiers ou de l'énergie. En France, en application de l'article L621-1 du code monétaire et financier, l'Autorité des Marchés Financiers voit sa compétence strictement limitée aux instruments financiers. A cet égard, la situation française paraît particulièrement insatisfaisante, notamment au regard de l'encadrement et de la supervision de la plate-forme de négociation de la place de Paris : *BlueNext*. En effet, en application des dispositions existantes, l'AMF approuve formellement les règles du marché, et assure le contrôle de l'application des règles de conduite, sur le seul compartiment des dérivés cotés sur *BlueNext*, mais pas sur le compartiment du marché au comptant, qui représente pourtant l'essentiel des échanges¹³⁷. De la même manière, le régulateur énergétique national, la Commission de Régulation de l'Énergie, n'est pas compétent pour traiter du marché au comptant du CO₂. La mission de veille et de surveillance de la CRE, concrétisée par l'exercice, le cas échéant, de ses pouvoirs d'enquête et de sanction, se limite en effet aux marchés de l'électricité et du gaz naturel¹³⁸.

La situation est en revanche différente en Allemagne, comme l'a illustré l'encadré 18. D'une part, le champ d'application de l'article de la loi fédérale sur les transactions sur valeurs mobilières relatif à l'interdiction des abus de marché a été étendu d'autorité aux quotas de CO₂. D'autre part, les obligations de surveillance des marchés réglementés, qui incombent,

¹³⁶ Les plates-formes de négociation représentent 50 à 60% des volumes échangés sur le marché, ECX représente 90% des volumes échangés sur les plates-formes de négociation.

¹³⁷ Sur 2009, le contrat au comptant sur quota européen coté sur *Bluenext* a enregistré un volume d'échange de plus de 12,5 milliards d'euros (soit 1000Mt de CO₂), contre plus de 4,4 milliards d'euros en 2008. Les contrats à terme sur quota européen, toutes échéances confondues, ont représenté 2,4 millions d'euros (soit 185.000 tonnes) en 2009 contre 39 millions d'euros et 1,6Mt en 2008.

¹³⁸ L'article 28 de la loi n°2000-108 du 10 février 2000 relative à la modernisation et au développement du service public de l'électricité énonce de manière limitative les compétences de la CRE.

en vertu de la loi allemande sur les marchés organisés¹³⁹, aux marchés eux-mêmes, couvrent aussi bien le marché au comptant que dérivé. Le marché au comptant est ainsi, *de jure* placé sous le triple système de supervision allemand des marchés réglementés : i) une surveillance directe des échanges réalisée par un organe de surveillance spécifique au marché réglementé, autonome de l'entreprise de marché exploitant la plate-forme de négociation car dépendant de l'autorité de tutelle de la plate-forme de négociation, soit le Ministère de l'Economie du *Länder*¹⁴⁰ où est sise la plate-forme, ii) une supervision du marché réglementé par le Ministère de l'Economie du *Länder* et une iii) supervision de la bonne application des règles concernant les abus de marché par l'office fédéral de contrôle des services financiers (*BaFin*). La responsabilité directe de la conduite des enquêtes et du prononcé des sanctions relèvent également pour la première de l'organe de surveillance et pour la seconde d'une commission des sanctions propres au marché réglementé.

Néanmoins, le marché au comptant du CO₂ reste très largement non surveillé par les autorités publiques, *BlueNext* représentant la quasi-totalité des échanges au comptant réalisés sur les plates-formes de négociation (plus de 85%).

L'absence de surveillance d'une partie significative du marché majore les risques de détournements du marché et de non respect des règles par les acteurs. Elle constitue également un facteur de suspicion, et plus largement de l'opinion publique, à l'égard du fonctionnement du marché européen du CO₂.

De plus, l'absence de surveillance du marché au comptant affaiblit celle du marché dérivé puisque les autorités de régulation compétentes se trouvent, de fait, aveugles sur toute une partie du marché.

7.2 Le marché européen du CO₂ devrait faire l'objet d'une surveillance intégrée, organisée autour d'un registre central des transactions

7.2.1 La surveillance des adjudications et la supervision des échanges sur le marché secondaire devraient être coordonnées

La mise en place des adjudications emportera de très importantes conséquences sur le fonctionnement du marché européen du CO₂, et les interactions entre les deux compartiments du marché seront permanentes. Elle pose donc la question, d'une part, de la surveillance du marché primaire lui-même, et d'autre part, de la coordination entre la surveillance du marché primaire et du marché secondaire.

L'option d'une plate-forme d'adjudication unique, soutenue par la France, est de nature à faciliter la surveillance du marché primaire par un dispositif léger et efficace. Au-delà des arguments économiques qui plaident pour la mise en place d'une plate-forme d'adjudication unique, cette solution serait également très préférable du point de vue du régulateur. Elle rendrait la surveillance du processus relativement simple de conception et de mise en œuvre, et limiterait les risques associés aux adjudications.

Dans ce cadre, la Commission européenne semblait envisager, à l'origine, un système de surveillance des adjudications spécifique, à deux niveaux, qui offrait des garanties, sans cependant mettre en place une instance de supervision dotée de réels pouvoirs.

¹³⁹ Loi sur les bourses « *Börsengesetz* » (ou *German Exchange Act* de 2007)

¹⁴⁰ En l'occurrence le ministère de l'Economie et du Travail de Saxe (*Sächsische Staatsministerium für Wirtschaft und Arbeit*, SMWA) pour la plate-forme de négociation EEX.

Au premier niveau (communautaire), la Commission proposait qu'une entité de surveillance indépendante soit chargée de veiller au respect des règles d'adjudication et au bon déroulement du processus d'enchère. L'entité accréditée (en pratique un auditeur privé), agissant pour le compte des États membres, aurait été sélectionnée *via* un appel d'offres compétitif. Elle aurait été en charge de contrôler le respect, par le prestataire de la plate-forme unique, de son cahier des charges et du règlement portant organisation des enchères. Cette entité aurait également été responsable de l'analyse des conditions de déroulement des adjudications, et aurait pu formuler des recommandations visant à l'amélioration des modalités d'adjudication. Ses pouvoirs demeuraient néanmoins limités à l'identification des problèmes rencontrés dans le processus d'adjudication, rapport étant fait aux États membres et à la Commission en cas de dysfonctionnements constatés.

Au second niveau (national), la Commission proposait de confier la supervision des adjudications, en tant que marché, au régulateur financier national de l'État membre où aurait été sise la plate-forme d'enchères unique. Le régulateur financier national aurait été responsable de la prévention des risques de blanchiment, de financement du terrorisme et de la prévention des abus de marché. Une coordination aurait été organisée entre l'autorité nationale compétente de l'État membre où la plate-forme d'adjudication était située et l'instance de surveillance centrale indépendante de niveau communautaire.

Ce schéma semblait relativement simple de mise en œuvre : il permettait de s'appuyer sur les compétences d'un régulateur financier national tout en instituant une supervision communautaire du dispositif d'adjudication transparente pour l'ensemble des acteurs. En pratique, le dispositif proposé par la Commission européenne faisait cependant peser l'essentiel de la responsabilité de la surveillance des adjudications sur un seul régulateur national, et ne dotait l'instance de supervision au niveau communautaire que de très faibles pouvoirs. Ce dispositif léger était envisageable dans l'hypothèse d'une plate-forme unique, qui présentait des risques moindres qu'un système organisé en subsidiarité.

Dans le cadre d'une organisation décentralisée des enchères la mise en place d'une supervision renforcée des adjudications au niveau communautaire paraît d'autant plus nécessaire. Dans le projet de règlement officiellement soumis aux États membres, la Commission européenne a finalement proposé la mise en place d'une plate-forme d'enchères commune, choix étant cependant laissé aux États membres désireux de le faire de mettre en place une plate-forme nationale. En pratique, s'il est adopté, ce schéma pourrait aboutir à la mise en place probable de sept à huit plates-formes d'enchères en Europe.

La coexistence de plusieurs plates-formes, voire de plusieurs systèmes d'adjudication différents¹⁴¹, serait bien évidemment un facteur majorant des risques sur le marché primaire. La multiplication des comportements non-coopératifs, voire de stratégies de contournement de la réglementation, de la part des États adjudicateurs, dans la perspective de capter le marché primaire, ou de maximiser le revenu des enchères, ne sont évidemment pas à exclure.

¹⁴¹ Rappelons qu'en Europe, deux systèmes d'adjudication très différents dans leur principe coexistent aujourd'hui : la mise aux enchères *via* des bourses carbone (Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Irlande) et la mise aux enchères *via* un système d'intermédiation par des acteurs spécifiquement retenus pour participer aux adjudications pour compte propre et pour le compte des autres acteurs de marché (Royaume-Uni, Pays-Bas).

Dès lors, si une organisation décentralisée des enchères venait à être retenue, il serait, tout d'abord, impératif que des règles strictes et harmonisées soient établies, afin de limiter le risque de concurrence réglementaire entre différents États membres et d'assurer l'intégrité du marché. Il conviendrait, ensuite, de renforcer, au niveau communautaire, le système de supervision afin de pouvoir contrôler le respect de ces règles par les États comme par les plates-formes elles-mêmes, et sanctionner un éventuel manquement.

Deux options pourraient être envisagées.

La première serait la mise en place d'un organisme centralisé de surveillance communautaire des adjudications, doté de pouvoirs de sanction et d'injonction forts. Cet organisme ne pourrait se limiter à une entité privée sélectionnée par appel d'offres : il devrait s'agir d'un organisme supranational, doté de réelles prérogatives de puissance publique.

La seconde serait de renforcer significativement les prérogatives de la Commission européenne en lui conférant un pouvoir d'injonction fort vis-à-vis des plates-formes d'enchères, voire des États membres.

Recommandation n°22 : continuer à soutenir la mise en place d'une plate-forme d'enchères unique en Europe, à même de promouvoir l'efficience et de faciliter la supervision du marché primaire.

Plaider pour la mise en place d'une surveillance centralisée des adjudications, confiée à une autorité dotée de réels pouvoirs d'injonction et de sanction envers les autorités adjudicatrices.

Dans tous les cas, la surveillance et la supervision du marché primaire et des échanges sur le marché secondaire devraient être étroitement coordonnées. D'un point de vue économique, séparer la surveillance du marché primaire et du marché secondaire ne semble pas avoir de sens, tant ils constituent deux éléments indissociables d'un même ensemble : le marché européen du CO₂. Le prix d'émission sur le marché primaire sera notamment déterminé par le prix qui prévaut sur le marché secondaire. Pour autant, la pertinence de confier la supervision des adjudications et la surveillance du marché secondaire à une seule et même entité n'est pas d'évidence. Il existe, en effet, en plus du travail d'analyse et de surveillance usuel des échanges, un besoin spécifique d'analyse et de surveillance du déroulement de la procédure d'adjudication, qui pourrait être conduit par un acteur différent, pourvu que l'autorité de surveillance du marché secondaire ait accès aux résultats des adjudications et, au besoin, dans le cadre d'une enquête approfondie, au détail du déroulement de l'enchère – par exemple le détail des offres par acteurs (prix proposés et volumes associés). Quels que soient les *scenarii* quant à l'organisation des enchères en Europe, il sera nécessaire que les instances en charge de la surveillance des opérations d'adjudication communiquent l'ensemble des informations disponibles aux autorités en charge de la supervision du marché secondaire, tant au niveau communautaire que national.

7.2.2 La supervision du marché au comptant et du marché dérivé devrait être confiée à la même autorité

Marché au comptant et marché dérivé du CO₂ représentent, en pratique, un seul et même marché. Si d'un point de vue économique, ils remplissent des fonctions différentes, le marché au comptant étant un marché de gestion de la conformité et le marché dérivé un marché de couverture du risque, en pratique, la seule différence fondamentale entre le

marché dérivé et le marché au comptant du CO₂ est la date de règlement-livraison des quotas. Dans les deux cas, les transactions ont pour vocation d'aboutir à une livraison physique qui permettra in fine aux acteurs de respecter et d'optimiser leurs impératifs de conformité. Le développement constaté des options sur quotas nuance légèrement ce constat, mais ne suffit pas à l'invalider. Cette situation différencie clairement le marché du CO₂ des marchés de produits de base, où le marché au comptant est un marché physique différent du marché dérivé et qui recouvre des problématiques bien spécifiques de qualité des produits, et d'utilisation des moyens de productions, de stockage, de transport, d'interconnexions...

Confier la surveillance du marché au comptant et du marché dérivé à une même autorité est, dès lors, justifié par un impératif d'efficacité. Les exemples étrangers sont ici éclairants. Aux États-Unis, le projet de loi Feinstein-Snowe prévoit explicitement de confier à la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) la mission de surveiller à la fois le marché au comptant et le marché dérivé¹⁴². Au Royaume-Uni, le choix de la *Financial Supervision Authority* de reconnaître les quotas en règlement-livraison différé au-delà de 48h sur ECX comme des instruments financiers, a, selon les autorités britanniques elles-mêmes, été largement motivé par des considérations d'opportunité. Il a permis de laisser la FSA maîtresse de la surveillance de la totalité du marché. A l'origine des dispositifs américains et britanniques, on trouve le même constat : les interactions entre marché physique du CO₂ et marché dérivé sont telles que placer les deux compartiments sous la surveillance de deux autorités différentes réduirait considérablement l'efficacité et l'efficacé de la surveillance du marché. En pratique, il paraît donc plus opérationnel de voir l'ensemble du marché surveillé par la même autorité, en capacité de développer notamment des systèmes d'alertes croisées sur les deux compartiments. A elle seule, cette disposition pourrait constituer un garde-fou à des tentatives de manipulations croisées entre marché au comptant et marché dérivé.

La compétence de l'autorité de surveillance devrait également s'étendre au marché de gré à gré. Il est en effet nécessaire de mettre aujourd'hui en capacité une même autorité d'avoir une vision globale du fonctionnement du marché en tous ses compartiments et quelles que soient les modalités d'échanges, d'autant que le marché de gré à gré représente aujourd'hui près de 40% des volumes échangés.

7.2.3 Quelque soit le choix institutionnel retenu, les autorités de surveillance devront pouvoir s'appuyer sur un dispositif de collecte des données sur les transactions réalisées

La condition fondamentale de tout dispositif de surveillance et de supervision du marché européen du CO₂ est l'accès des autorités de régulations à l'information sur les transactions. Cet enjeu n'est d'ailleurs pas propre au marché européen du CO₂ et a notamment fait l'objet de propositions spécifiques de la part de la Commission européenne dans le cadre de sa communication COM(2009) 553 du 20 octobre 2009 « *Mener des actions en faveur de marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides* ». Dans ce document, la Commission européenne notait que le manque de transparence sur les transactions vis-à-vis des autorités réglementaires avait constitué l'un des principaux freins à la surveillance des marchés dérivés en termes de risques systémiques et d'abus de marché. A droit constant, rappelons qu'aujourd'hui, seules les entreprises d'investissement sont soumises à des

¹⁴² ANNEXE VI– Les projets de loi américains sur la régulation du marché fédéral du CO₂.

obligations de conservation des données portant sur des instruments financiers¹⁴³. Par ailleurs, seules les entreprises d'investissement sont soumises à des obligations de *reporting* auprès des autorités de régulation financière, et exclusivement pour les transactions portant sur des instruments admis à la négociation sur des marchés réglementés¹⁴⁴.

A fins d'accroître la transparence, la Commission européenne a notamment proposé la mise en place d'un système de registres centraux des transactions sur les produits dérivés.

Pour la Commission, il s'agirait notamment d'imposer aux acteurs de marché l'obligation de déclarer auprès de registres centraux les positions et toutes les transactions n'ayant pas été compensées (bilatéral pur). Pour la Commission européenne, les informations sur les transactions réalisées sur une plate-forme de négociation ou compensées *via* une chambre de compensation pourraient, quant à elles, être directement fournies par ces entités. En pratique, pour la Commission européenne, les obligations de *reporting* devraient donc peser principalement sur les opérateurs de plates-formes (marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation) et les chambres de compensation, mais également sur les *brokers*, qui seraient chargés du *reporting* régulier des transactions qu'ils intermédièrent.

L'ensemble des transactions sur produits dérivés devrait donc être couvertes par un dispositif de *reporting* vers des registres centraux, dont les informations seraient ensuite rendues disponibles aux régulateurs financiers nationaux, sous le contrôle de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF).

La Commission européenne devrait élaborer, courant 2010, des propositions législatives sur la constitution, la régulation et la surveillance des registres centraux, et proposer un renforcement de la transparence sur les transactions, dans le cadre du réexamen de la directive MIF (directive 2004/39/CE) sur les marchés d'instruments financiers, et ce pour l'ensemble des marchés de produits dérivés, y compris les produits dérivés sur produits de base.

Un registre central des transactions sur le marché européen du CO₂ devrait être mis en place avant l'entrée du marché européen dans sa troisième phase. Il convient en effet de capitaliser sur les propositions de la Commission européenne sur les registres communautaires centraux, en promouvant la mise en place de ce type de dispositif sur le marché européen du CO₂.

Pour permettre une appréhension de l'ensemble du marché, il conviendrait d'assurer le *reporting* des transactions pour l'ensemble des modalités de transactions (marchés organisés et de gré à gré). Sur le marché de gré à gré, et en particulier pour le marché au comptant, des seuils spécifiques de volumes définis, déclenchant l'obligation de *reporting* des transactions, pourraient être mis en place, afin de ne pas assujettir de petites installations à des obligations coûteuses portant sur des transactions de très faibles volumes (et donc sans impact potentiel sur le marché), dans le cadre de seuls ajustements de conformité, effectués généralement une fois l'an.

Par ailleurs, afin de gagner en efficacité, il semble possible d'envisager la constitution d'un registre central partagé avec d'autres marchés connexes au marché européen du CO₂ et notamment les marchés du gaz et de l'électricité. Cela permettrait de bénéficier

¹⁴³ Directive 2004/39/CE Article 25 alinéa 2.

¹⁴⁴ Directive 2004/39/CE Article 25 alinéa 3.

d'économies d'échelles en termes d'infrastructures et de faciliter le travail d'analyse croisée, par les autorités de régulation, des marchés du CO₂ et de l'énergie.

Recommandation n°23 : mettre en place un système de reporting centralisé sur l'ensemble des transactions sur le marché du CO₂ et assurer la mise à disposition de ces informations aux autorités de régulation identifiées.

Afin de favoriser l'efficacité du processus de formation des prix, la mise à disposition des acteurs de marché d'informations consolidées sur les transactions pourrait être envisagée. Les plates-formes de négociation pourraient ainsi être tenues de publier, dans des conditions commerciales acceptables et en temps réel ou quasi-réel, les prix vendeurs et acheteurs et l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix (transparence avant négociation), ainsi que le prix, le volume et l'heure des transactions exécutées (transparence après négociation). La directive MIF définit de telles obligations de transparence avant et après négociation mais uniquement sur les marchés organisés d'actions¹⁴⁵. Même si l'accès aux informations avant et après négociation est aujourd'hui jugé satisfaisant par les acteurs du marché, l'instauration d'une garantie d'ordre réglementaire visant à assurer la transmission efficace du signal-prix apparaît légitime, dans la mesure où sa robustesse est un des éléments primordiaux du bon fonctionnement du marché du CO₂. La publication de données consolidées et anonymes sur les informations après négociation (prix et volumes de transactions) pourrait s'appuyer sur le système de *reporting* des transactions aux régulateurs, tout en assurant la confidentialité requise sur les transactions réalisées

Recommandation n°24 : envisager, en s'appuyant sur le système de reporting institué, la mise à disposition aux acteurs de marché des données consolidées relatives aux prix et aux volumes de transactions sur le marché européen du CO₂.

7.3 La supervision du marché européen du CO₂ devrait tirer parti des avantages comparatifs des autorités existantes : une coopération entre régulateur financier et régulateur énergétique devra être, dans tous les cas, mise en place

Le débat sur le choix de l'autorité de régulation pertinente renvoie à la question du rattachement du marché du CO₂ aux champs de la régulation financière, de la régulation des marchés de l'énergie ou d'un cadre *ad hoc*. Les éléments développés dans le présent rapport tendent à démontrer que le marché européen du CO₂ présente des spécificités qui nécessitent de penser un cadre de régulation adapté, quoique fortement inspiré des dispositions relatives aux marchés financiers, voire aux marchés de l'énergie. Pour autant, question est posée des avantages comparatifs de trois solutions institutionnelles envisageables pour assurer la supervision du marché européen du CO₂ : confier cette surveillance à une nouvelle entité *ad hoc*, à une autorité de régulation financière, à une autorité de régulation des marchés de l'énergie, ou répartir la compétence entre les deux ordres. Aucune de ces solutions n'est d'ailleurs exclusive des choix qui pourraient être faits quant au niveau de surveillance pertinent, national ou communautaire.

¹⁴⁵ Articles 29 et 30 de la directive MIF (directive 2004/39/EC) pour les SMN ; articles 44 et 45 pour les marchés réglementés.

7.3.1 *La création d'une autorité ad hoc de supervision communautaire du marché européen du CO₂ apparaît intellectuellement attractive mais difficilement praticable d'ici à 2013*

La création d'une autorité de supervision et de surveillance entièrement spécifique au marché européen du CO₂ est séduisante à première analyse. Cette option revêtirait une portée symbolique : elle aurait également le mérite objectif de créer un outil entièrement adapté aux spécificités du marché européen du CO₂ pour assurer sa surveillance opérationnelle.

Elle n'aurait de sens qu'au niveau communautaire : le caractère européen du marché du CO₂ plaide a priori pour une architecture de surveillance et de supervision intégrée au niveau communautaire. Contrairement aux marchés de l'énergie, composés d'un ensemble de marchés nationaux interconnectés, le marché du CO₂ ne connaît pas de différenciation géographique. Le signal-prix du CO₂ est, quant à lui, européen par nature, l'équilibre entre la demande et l'offre de quotas se réalisant à l'échelle de l'ensemble des installations assujetties de l'Union européenne. Tous ces arguments vont donc dans le sens d'une autorité de supervision unique du marché européen du CO₂, comme ils plaident par une plate-forme d'enchères unique. La surveillance du marché n'étant pas réellement organisée aujourd'hui, le Législateur européen dispose dans les faits d'une feuille blanche sur laquelle il pourrait dessiner une autorité de surveillance unique.

La création d'une autorité de supervision spécifique européenne du marché européen du CO₂ pourrait donc être envisagée. En pratique, elle couvrirait aussi bien les champs de l'organisation réglementaire du système d'échange de quotas (éléments relatifs au *cap*) que de la supervision et de la surveillance du marché (éléments relatifs au *trade*). Cette « Autorité du Marché Européen du Carbone » serait en charge de l'élaboration des règles de fonctionnement du marché, dans le cadre défini par le Législateur. Elle serait chargée de la surveillance opérationnelle du marché primaire et secondaire, en tous ses compartiments, et serait dotée de pouvoirs d'injonctions et de sanctions vis-à-vis des opérateurs. Elle assurerait la centralisation des données sur les fondamentaux du marché, en lien avec les entités en charge de la gestion des données sur le marché du gaz et de l'électricité, ainsi que des informations sur les transactions, en collaboration avec les entités ou autorités en charge de la gestion des données sur les marchés financiers. Elle serait enfin chargée de l'analyse des fondamentaux du marché. Afin de gagner en efficacité, elle devrait coopérer, de manière formalisée, avec la future Autorité Européenne des Marchés Financiers et la future Autorité Européenne des Marchés de l'Energie.

A court terme, d'ici à 2013, la mise en place de cette autorité, construction intellectuelle séduisante, apparaît cependant difficile. Elle impliquerait de monter une structure de surveillance entièrement nouvelle, sans capitaliser sur les expériences existantes des régulateurs nationaux, notamment financiers. Dans le contexte d'un agenda législatif européen très dense sur le climat, la création de cette « Autorité du Marché Européen du Carbone » pourrait ainsi être rendue difficile dans les deux ans à venir. En premier lieu, la création d'une telle instance n'aurait de sens qu'à la condition de lui confier la responsabilité de l'ensemble des compartiments du marché européen du CO₂ (primaire/secondaire ; marché au comptant/marché dérivé) : elle aurait donc pour conséquence de retirer aux

autorités financières nationales la surveillance du marché dérivé, alors même que ce sont ces autorités qui disposent du plus grand capital d'expérience et de compétences sur le sujet. Il n'est, par conséquent, pas évident que la création d'une structure entièrement nouvelle offrirait de réelles garanties d'efficacité dans la surveillance opérationnelle du marché. En deuxième lieu, elle nécessiterait le montage d'une nouvelle entité, qui devra être dotée de moyens opérationnels de supervision du marché. A tout le moins, on peut douter de la praticabilité d'une telle solution à court terme, soit avant l'entrée du marché dans sa troisième phase en 2013. Ce constat est d'autant plus réaliste que l'agenda de mise en œuvre du paquet climat-énergie est particulièrement chargé d'ici à 2012, et que la Commission européenne vient d'engager sa propre réorganisation pour doter le nouveau Commissariat au changement climatique des moyens nécessaires à l'accomplissement de ses missions. Surtout, il conviendrait d'éviter de voir cette proposition, qui ne semble pas rencontrer de soutien spontané de la part des principaux États membres, en particulier l'Allemagne et le Royaume-Uni, focaliser les débats européens, et empêcher *de facto* de progresser sur des questions plus prioritaires pour le marché européen du CO₂, et notamment la mise en place du cadre de régulation lui-même. Alors qu'il convient de mettre en œuvre rapidement un dispositif efficace de régulation du marché européen du CO₂ d'ici à 2013, promouvoir la création d'une autorité de régulation entièrement nouvelle pourrait donc sembler contre-productif. Ce point devrait faire l'objet de discussions plus approfondies avec la Commission européenne, les Présidences du Conseil à venir (Belgique, Hongrie, Pologne), mais également nos partenaires européens.

Ces arguments ne doivent pas conduire à écarter l'idée d'une nouvelle instance communautaire de régulation du marché européen du CO₂ : ils invitent certainement à réfléchir sur les missions effectives qui pourraient lui être confiées.

Ils conduisent néanmoins à privilégier une approche s'appuyant sur les autorités de régulation existantes en Europe, qui disposent des pouvoirs, règles et moyens adéquats pour mener les opérations de surveillance quotidienne du marché, diligenter des enquêtes et prononcer des sanctions, sans que cette approche soit exclusive du renforcement du niveau communautaire sur certaines missions.

Recommandation n°25 : étudier la faisabilité d'une « Autorité européenne du Marché du Carbone » avec la Commission européenne et nos principaux partenaires européens.

7.3.2 La supervision du marché européen du CO₂ devrait tirer parti des avantages comparatifs des autorités de régulation existantes sur les marchés financiers et les marchés de l'énergie

Confier la supervision du marché du CO₂ au seul régulateur financier ou au seul régulateur de l'énergie ne permettrait pas de tirer pleinement parti de leurs avantages comparatifs et compétences respectives.

A priori, la structuration actuelle du marché, principalement constitué de produits dérivés, suggère de confier la supervision du marché au régulateur financier. A cet égard, confier la responsabilité des compartiments au comptant et des contrats commerciaux à terme, au régulateur financier, permettrait dans les faits de lui donner plus effectivement les moyens de remplir la mission de surveillance qu'il exerce déjà sur le marché dérivé, en lui permettant

d'accéder aux informations qui lui manquent actuellement pour réaliser une surveillance efficace du marché dérivé. Le régulateur financier dispose également d'une expérience et d'une capacité confirmée d'identification de comportements abusifs ou frauduleux sur les marchés organisés, et a développé des méthodes d'analyse des données transactionnelles, d'identification des risques et les procédures nécessaires afin de diligenter des enquêtes. Enfin, lui confier la mission de contrôle des infrastructures de marché et des intermédiaires est tout naturel, puisqu'il s'acquitte déjà de ces missions sur le marché dérivé. Le régulateur financier ne dispose cependant pas d'une connaissance approfondie du marché physique du CO₂, ni des compétences nécessaires au suivi des autres marchés proches, dont le fonctionnement influe sur la formation des prix du carbone et qui pourraient faire l'objet de manipulations croisées. Au niveau national, un exemple de cette situation est donné par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), qui dispose aujourd'hui de la compétence sur les marchés de dérivés de produits agricoles (blé, maïs, colza). Le contexte est certes différent, tant au regard du type de produits échangés, des volumes en cause (pour mémoire, les échanges sur ces produits représentent en France entre 0,1 et 0,5% du marché américain) que du fonctionnement du marché (le marché dérivé des produits agricoles en France est largement corrélé, hors maïs, à l'évolution des prix sur les instruments cotés à Chicago). Pour autant, sur ces marchés, le régulateur financier national reconnaît des difficultés persistantes de surveillance, notamment en raison de la difficulté à appréhender le fonctionnement d'un marché dérivé, et à identifier et sanctionner d'éventuels abus de marché, sans une bonne compréhension et connaissance des déterminants des fondamentaux et du marché au comptant. Or, du fait de l'interdépendance réelle entre les prix de l'énergie et le prix du quota de CO₂, il paraît nécessaire que la régulation et la surveillance du marché du CO₂ se fassent de façon coordonnée et complémentaire avec celle de l'électricité et du gaz.

Inversement, confier la surveillance du marché du CO₂ au régulateur de l'énergie permettrait de bénéficier de son expertise sur les marchés de l'énergie proches du CO₂. Au niveau national, l'encadré suivant rappelle à cet égard les compétences actuelles de la Commission de Régulation de l'Énergie (CRE).

Encadré n°28 – Les missions de la Commission de Régulation de l'Énergie en France

Le rôle de surveillance de la Commission de Régulation de l'Énergie (CRE) sur les marchés français de l'électricité était fondé, jusqu'à une date récente, sur les dispositions de la loi 13 juillet 2005, qui limitait son champ de compétences aux marchés organisés. La loi du 7 décembre 2006 lui a confié une mission de surveillance élargie s'appliquant à l'ensemble des transactions portant sur les marchés français du gaz et de l'électricité, qu'il s'agisse du marché au comptant ou dérivé, des marchés organisés ou des transactions de gré à gré¹⁴⁶. Le champ de compétences de la CRE s'étend donc : à l'électricité et au gaz naturel, aux transactions bilatérales, aux interventions sur les bourses et aux transactions transfrontalières, à toutes les échéances de temps, des marchés de court terme aux contrats

146 Art. 28 de la loi du 10 février 2000 révisée par la loi du 7 décembre 2006 : [La CRE] « surveille, pour l'électricité et pour le gaz naturel, les transactions effectuées entre fournisseurs, négociants et producteurs, les transactions effectuées sur les marchés organisés ainsi que les échanges aux frontières. Elle s'assure de la cohérence des offres des fournisseurs, négociants et producteurs avec leurs contraintes économiques et techniques. »

de long terme, à toutes les contreparties du marché de gros français, quelle que soit leur nationalités, aux contrats pour livraison physique comme aux produits financiers.

La mission de surveillance de la CRE est désormais structurée autour de l'analyse des fondamentaux et de l'analyse des transactions réalisées sur le marché.

De la mission de surveillance découle une prérogative très organisée d'accès à l'information de marché. Cette prérogative s'appuie également sur plusieurs dispositions de niveau communautaire¹⁴⁷. La mission de surveillance s'appuie en effet sur un droit d'accès large aux informations sur les transactions et les fondamentaux du marché, ainsi que sur la possibilité d'échanges d'informations avec les homologues européens de la CRE, sous réserve de réciprocité¹⁴⁸. En conséquence, la CRE a mis en place en 2008, après une large consultation des acteurs de marché concernés, un système de collecte de données, limité aux intermédiaires (bourses d'échange et brokers). Un tel système couvre de fait plus de 90% des transactions en électricité, à l'exception des transactions bilatérales pures, et limite la charge imposée aux acteurs en faisant porter la collecte sur les intermédiaires de marché. Ces collectes en continu, peuvent être complétées, en tant que de besoin, par des collectes ponctuelles incluant les transactions en bilatéral pur. Ce système a permis dans les faits d'améliorer l'information publique disponible, au-delà des éléments rendus disponibles dans le cadre de marchés organisés.

La CRE dispose d'un pouvoir de saisine de l'Autorité de la Concurrence¹⁴⁹ et d'un pouvoir de sanction, qui vise en priorité les gestionnaires de réseaux, mais s'étend également de manière assez large à tout utilisateur des réseaux énergétiques, ouvrages et installations¹⁵⁰.

¹⁴⁷ Article 40-1 de la Directive 2009/72/CE du Parlement Européen et du Conseil du 13 juillet 2009, concernant des règles communes pour le marché intérieur de l'électricité : « Les États membres imposent aux entreprises de fourniture l'obligation de tenir à la disposition des autorités nationales, y compris l'autorité de régulation nationale, des autorités nationales de la concurrence et de la Commission, aux fins d'exécution de leurs tâches, pour une durée minimale de cinq ans, les données pertinentes relatives à toutes les transactions portant sur des contrats de fourniture d'électricité ou des instruments dérivés sur l'électricité passés avec des clients grossistes et des gestionnaires de réseau de transport. »

¹⁴⁸ Article 33 de la loi du 10 février 2000 : « Pour l'accomplissement des missions qui lui sont confiées, la Commission de régulation de l'énergie peut recueillir toutes les informations nécessaires auprès des ministres chargés de l'économie et de l'énergie, auprès des gestionnaires des réseaux publics de transport et de distribution d'électricité, des opérateurs des ouvrages de transport ou de distribution de gaz naturel et des exploitants des installations de gaz naturel liquéfié, ainsi qu'auprès des autres entreprises intervenant sur le marché de l'électricité ou du gaz naturel. » Article 35 de la loi du 10 février 2000: « L'obligation de secret professionnel ne fait pas obstacle à la communication par la Commission de régulation de l'énergie des informations ou documents qu'elle détient aux commissions du Parlement compétentes en matière d'énergie ou à une autorité d'un autre État membre de l'Union européenne exerçant des compétences analogues à celles de la Commission de régulation de l'énergie, sous réserve de réciprocité et à condition que ses membres et ses agents soient astreints aux mêmes obligations de secret professionnel que celles définies au présent article. »

¹⁴⁹ Article 39 de la loi du 10 février 2000 : « Le président de la Commission de régulation de l'énergie saisit l'Autorité de la concurrence des abus de position dominante et des pratiques entravant le libre exercice de la concurrence dont il a connaissance dans les secteurs de l'électricité ou du gaz naturel. »

¹⁵⁰ Article 40 de la loi du 10 février 2000 : « La Commission de régulation de l'énergie peut, soit d'office, soit à la demande du ministre chargé de l'énergie, d'une organisation professionnelle, d'une association agréée d'utilisateurs ou de toute autre personne concernée, sanctionner les manquements qu'elle constate de la part des gestionnaires de réseaux publics de transport ou de distribution d'électricité des opérateurs des ouvrages de transport ou de distribution de gaz naturel ou des exploitants des installations de stockage de gaz naturel ou des installations de gaz naturel liquéfié ou des utilisateurs de ces réseaux, ouvrages et installations. »

En pratique, la CRE mène notamment des analyses de l'évolution des fondamentaux des prix de marché et de ses déterminants. A titre d'exemple, elle a ainsi réalisé un audit des modèles utilisés par EDF pour valoriser le parc de production nucléaire et hydraulique, ou une étude des différentiels de prix du gaz entre PEG Nord et Zeebrugge en novembre 2008. LA CRE a également la capacité de diligenter des enquêtes, comme à l'occasion de l'épisode récent du pic de prix de l'électricité sur le marché français le 19 octobre 2009. Cet évènement avait notamment mis en évidence la nécessité d'améliorer la transparence et la fiabilité des données prévisionnelles sur le parc de production et en particulier sur les arrêts fortuits des centrales. Depuis lors, la transparence du marché tend à s'améliorer, notamment du fait des améliorations apportées par l'Union française d'électricité (UFE) : disponibilité prévisionnelle à court terme depuis le 1^{er} juillet 2009, puissance disponible prévisionnelle à court et moyen terme pour les unités de production de plus de 100MW à compter de mi-2010, publication sous 30mn des arrêts fortuits à compter de fin 2010.

Au vu du dispositif mis en place sur les marchés de l'énergie et du gaz, il serait donc théoriquement envisageable de confier la surveillance du marché du CO₂ (marché au comptant et marché dérivé), au régulateur de l'énergie. Ce schéma permettrait de bénéficier d'une approche intégrée des marchés de l'énergie et du CO₂. Par définition, le régulateur de l'énergie serait, par exemple, mieux à même d'identifier la constitution de positions ouvertes sur les différents marchés par un seul et même acteur à des fins de manipulation. Pour autant, cette option ne semble pas entièrement satisfaisante : elle revient à nier le caractère profondément financiarisé du marché du CO₂, et nécessiterait que le régulateur de l'énergie se dote de compétences de surveillance spécifiques de ce marché, déjà en partie développées par le régulateur financier. Enfin, les missions de contrôle des infrastructures de marché et des intermédiaires relèvent, en l'état, des compétences des régulateurs financiers.

Pour conclure, il conviendrait donc, afin d'assurer une surveillance efficace du marché du CO₂, d'organiser la coopération entre les autorités de régulation des marchés financiers et de l'énergie. Cette approche permettrait, en effet, de bénéficier des avantages comparatifs et des compétences respectives des deux entités. Pour mémoire, rappelons que l'organisation d'une coordination entre régulateur financier et régulateur de l'énergie est d'ores et déjà prévue par la législation européenne concernant le marché de l'électricité. L'article 37-4.b de la directive 2009/72/CE du Parlement Européen et du Conseil du 13 juillet 2009, concernant des règles communes pour le marché intérieur de l'électricité prévoit, dans le cadre des dispositions afférentes aux compétences des régulateurs énergie : « à cet effet, l'autorité de régulation se voit confier au moins les compétences suivantes : [...] procéder à des enquêtes sur le fonctionnement des marchés de l'électricité et arrêter et imposer les mesures proportionnées et nécessaires afin de promouvoir une concurrence effective et d'assurer le bon fonctionnement du marché. Le cas échéant, l'autorité de régulation a aussi compétence pour coopérer avec l'autorité nationale de la concurrence et les régulateurs des marchés financiers, ou la Commission dans le cadre d'une enquête concernant le droit de la concurrence. » En pratique, cette coordination entre régulateur financier et régulateur de l'énergie requiert deux conditions. En premier lieu, elle nécessite que les deux régulateurs aient accès à l'ensemble des informations nécessaires, notamment sur les déterminants fondamentaux des prix et les transactions réalisées sur le marché. En deuxième lieu, il convient de définir un partage clair des compétences entre les régulateurs. Le schéma suivant est proposé : le régulateur financier serait en charge de la surveillance

quotidienne du marché, de l'identification des abus de marché, du contrôle de conformité des participants et des infrastructures de marché à la réglementation des transactions et de la conduite des affaires, et serait en charge de diligenter les éventuelles enquêtes et procédures de sanction. Le régulateur de l'énergie, outre ses missions propres, serait, quant à lui, i) responsable de l'analyse des fondamentaux du marché, ii) de l'analyse de la cohérence des transactions réalisées au regard des fondamentaux du marché et des contraintes et positions des intervenants ainsi que iii) de l'identification et de l'analyse d'éventuels abus de marché croisés sur le marché du CO₂ et les marchés de l'énergie. Les modalités de coopération entre les régulateurs financiers et énergie devraient être prévues de manière suffisamment détaillée par le Législateur, et transcrites dans un accord-cadre, de type *Memorandum of Understanding* (MoU), qui pourra préciser concrètement les modalités opérationnelles de la coopération et de l'échange d'informations. Ce principe général de fonctionnement pourrait être retenu quelle que soit l'architecture de surveillance mise en place, comme développé plus avant *infra*.

7.4 Une architecture de surveillance décentralisée, fondée sur le réseau des régulateurs financiers et énergie nationaux et appuyée par un organe communautaire de coordination devrait être mise en place avant 2013

Le caractère européen du marché du CO₂ plaide, quelle que soit l'architecture retenue, pour une supervision harmonisée au niveau communautaire.

D'un point de vue opérationnel, un système d'autorités de surveillance nationales multiples et sans pilotage ou coordination central, risquerait d'aboutir à une hétérogénéité des règles ou de leur application entre les différents États, à une augmentation du coût de la surveillance du marché et à une efficacité moindre, et à d'éventuels arbitrages réglementaires, en raison de possibles failles ou de problèmes de coopération entre autorités. Sans doute, pour les acteurs du marché, une supervision et une surveillance uniques présenteraient-elles des avantages en termes de lisibilité et de simplicité des règles applicables. En termes de *reporting* des informations de marché, un système européen de surveillance serait également plus commode et moins coûteux pour les acteurs de marché.

Néanmoins, dans l'hypothèse, probable, où la mise en place d'une « Autorité européenne du Marché du carbone » s'avèrerait difficile de mise en œuvre à court terme, et imposerait donc de s'appuyer sur les systèmes de surveillance existants (autorités de régulation des marchés financiers et énergie), la répartition des missions de supervision instaurée en leur sein s'imposera.

Si la tendance est à un renforcement progressif des pouvoirs de l'échelon européen, les architectures institutionnelles de supervision des marchés financiers et des marchés de l'énergie continuent à fonctionner sur un mode décentralisé, où la supervision opérationnelle est réalisée par les autorités nationales, les entités ou autorités européennes ayant un rôle de coordination, d'élaboration des normes et des règles avec néanmoins, pour la future Autorité Européenne des Marchés Financiers, des pouvoirs plus étendus d'injonction envers les autorités nationales et les institutions financières et d'arbitrage des conflits entre régulateurs nationaux¹⁵¹.

¹⁵¹ Pour mémoire, l'AEMF devrait être chargée de définir des standards techniques pour assurer une application convergente des textes européens. Elle serait également chargée de la bonne exécution des règles de droit communautaire. En cas de situation d'urgence sur les marchés financiers, l'AEMF, dans son champ de compétences, pourrait prendre des décisions directement applicables à l'encontre de superviseurs, voire des

La France pourrait, par conséquent, plaider pour une architecture de surveillance décentralisée, mais coordonnée au niveau communautaire. Les difficultés de mise en place d'une autorité de surveillance européenne unique du marché européen du CO₂ ne devraient, en tout cas, pas aboutir au maintien du *statu quo*, soit une décentralisation totale et peu coordonnée de la surveillance du marché européen, éclatée entre les régulateurs financiers et énergie nationaux. Une solution médiane praticable consisterait en l'édiction de règles harmonisées au niveau européen pour bâtir une architecture de surveillance cohérente. Elle pourrait reposer sur trois piliers.

Le premier pilier consisterait à donner compétence aux régulateurs financiers nationaux pour la surveillance de l'ensemble du marché du CO₂ – marché au comptant et des contrats commerciaux à terme compris - dans tous les États membres et à élargir le champ de compétence des régulateurs énergie aux missions relatives à l'analyse des fondamentaux et des interactions entre marchés de l'énergie et marché du CO₂ (dont l'identification des abus de marché croisés).

Le deuxième pilier consisterait à prévoir une coordination obligatoire des régulateurs financiers avec les régulateurs énergie, et ses modalités générales de mise en œuvre (accès commun aux informations, échanges de données sur les transactions et les évolutions des fondamentaux, participation du régulateur de l'énergie aux enquêtes). Etant donné le caractère européen du marché du CO₂, l'organisation de la coopération ne devrait pas se faire uniquement entre le régulateur financier et énergie d'un même pays, mais bien entre tous les membres des deux réseaux de régulateurs. A titre d'exemple, l'Autorité des Marchés Financiers française pourrait être amenée à enquêter sur des manipulations de cours sur *BlueNext* faisant intervenir des entreprises d'autres pays européens que la France, impliquant des stratégies croisées sur les marchés du CO₂ et de l'électricité et nécessitant, à ce titre, l'appui du régulateur de l'énergie des pays en question. L'organisation du mode de coopération entre régulateurs financiers et énergie devra donc se faire au niveau des têtes de réseau : la future AEMF pour les régulateurs financiers et la future ACER pour les régulateurs énergie.

Le troisième pilier consisterait à profiter de la mise en place de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) pour organiser la coordination de la supervision européenne du marché du CO₂. L'AEMF sera, en effet, dotée de compétences spécifiques (en l'espèce sur les Agences de Notation), qui pourraient préfigurer de la mise en place d'une supervision sectorielle. En l'espèce, l'AEMF pourrait se voir dotée de pouvoirs supplémentaires sur le marché européen du CO₂ et développer en interne un département de surveillance de ce marché. En pratique, au-delà des pouvoirs dont l'AEMF dispose d'ores et déjà :

institutions financières, pour rétablir la stabilité financière, le fonctionnement ordonné ou l'intégrité des marchés, y compris la suspension des activités d'une institution financière. Élément majeur, l'AEMF devrait avoir un pouvoir d'arbitrage des conflits entre superviseurs nationaux. L'AEMF pourrait juger en opportunité des pratiques de supervision nationales. Dans ce cadre, qui comprend les conflits au sein d'un collège de superviseurs, l'AEMF aurait le pouvoir de prendre une décision individuelle contraignante, jusqu'à la cessation d'activités. Elle n'aurait toutefois pas, dans ce cas, de pouvoir d'auto-saisine.

i/ elle se verrait confier une mission de surveillance générale du fonctionnement et des évolutions des échanges sur le marché européen du CO₂, en lien avec l'ACER ;

ii/ l'ensemble de ses prérogatives de définition des standards techniques et de vérification de la bonne exécution des règles de droit communautaire, ainsi que ses pouvoirs d'injonction et d'arbitrage seraient étendus au marché au comptant et au marché des contrats commerciaux à terme du CO₂ ;

iii/ elle aurait accès à l'ensemble des données collectées dans le cadre du registre central des transactions ;

iv/ en lien avec la Commission européenne, elle serait garante de la bonne coopération entre l'entité en charge de la surveillance des adjudications menées dans le cadre de la ou des plates-formes d'enchères et le ou les régulateur(s) financiers compétents.

Le caractère réglementaire spécifique du marché du CO₂ impose également une articulation et une coopération forte entre l'autorité en charge de l'élaboration des règles de fonctionnement du système d'échange de quotas – soit le Commissariat au Changement Climatique de la Commission européenne et les autorités de supervision – en l'occurrence l'AEMF et l'ACER.

Cette architecture de surveillance présente l'avantage d'être praticable à court terme, tout en respectant l'ensemble des principes préalablement définis : surveillance intégrée du marché primaire et du marché secondaire (marché au comptant et marché dérivé), organisation d'une coordination entre régulateurs financiers et régulateurs énergie, et mise en place d'une supervision communautaire du dispositif.

Dans ce schéma, les compétences réglementaires d'organisation du marché, i.e. les éléments relatifs au *cap*, demeureront strictement de la compétence de la Commission européenne.

Recommandation n°26 : mettre en place, avant 2013, une architecture de surveillance harmonisée du marché européen du CO₂ assise sur trois piliers : i/ donner compétence aux régulateurs financiers sur l'ensemble du marché du CO₂, dans tous les États membres et élargir le champ des compétences des régulateurs de l'énergie à l'analyse des fondamentaux et des interactions entre marché du CO₂ et marchés de l'énergie ; ii/ organiser la coopération des régulateurs financiers et des régulateurs de l'énergie ; iii/ donner compétence à l'Autorité Européenne des Marchés Financiers pour superviser l'ensemble du dispositif, en lien avec l'Autorité de Coopération des Régulateurs de l'Énergie. Veiller à la cohérence de ce dispositif avec l'architecture de surveillance qui sera proposée sur les marchés du gaz et de l'électricité.

7.5 A titre conservatoire en droit national, et dès 2010, l'Autorité des Marchés Financiers devrait se voir confier la supervision du marché au comptant et une coordination avec la Commission de Régulation de l'Énergie devrait être instituée

Une architecture de surveillance européenne du marché européen du CO₂ ne sera probablement pas mise en œuvre avant l'entrée du marché dans sa troisième phase (2013). Dès lors, dans le silence des textes européens, les failles du dispositif de régulation identifiées subsisteront. Cette situation apparaît particulièrement insatisfaisante en France,

qui accueille la principale plate-forme de marché au comptant en Europe, même si *BlueNext* assure une discipline appropriée des échanges organisés en son sein, en l'état du droit en vigueur (cf. *supra*). La France a donc une responsabilité particulière en la matière et devrait se montrer exemplaire de manière anticipée, en promouvant, au niveau national, le dispositif envisagé au niveau européen ; d'autant que certains pays, dont l'Allemagne, ont déjà pris des mesures similaires en droit national.

A cet égard, et de manière conservatoire, la surveillance du marché au comptant du CO₂ devrait être rapidement confiée à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et une coordination organisée avec la Commission de Régulation de l'Energie (CRE). La compétence de la CRE pourra également être élargie à l'analyse des interactions entre les transactions réalisées sur le marché du CO₂ et les fondamentaux du marché, ainsi qu'à l'identification d'abus de marché croisés sur les marchés du CO₂ et de l'électricité. Les modalités pratiques de mise en œuvre de cette recommandation devraient être définies au cours de l'année 2010.

Recommandation n°27 : donner, dès 2010, compétence à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sur le marché au comptant du CO₂ en France, organiser la coopération avec la Commission de Régulation de l'Energie (CRE) et élargir le champ de compétence de la CRE à l'analyse des interactions entre marchés de l'énergie et marché du CO₂.

CONCLUSION

Le marché européen du CO₂ a récemment connu une série d'incidents qui, même s'ils se sont produits à la périphérie du marché lui-même et ne constituent pas des dysfonctionnements du marché en tant que tel, ont contribué à relancer le débat sur la capacité d'un outil de marché à pleinement jouer son rôle d'instrument économique de réduction optimisée des émissions de gaz à effet de serre en Europe.

Les experts sont unanimes pour considérer que, l'objectif environnemental étant fixé par la puissance publique, le recours au marché pour en optimiser la mise en œuvre est la meilleure des solutions, dès lors que l'intégrité et l'efficacité du marché sont assurées.

Il est donc apparu nécessaire, après cinq ans d'expérience, de réexaminer la problématique de la régulation et de la surveillance du marché.

La troisième phase du marché européen se dessine, par ailleurs, à brève échéance : il est donc plus que temps de s'interroger sur les moyens d'encadrer correctement le fonctionnement de ce marché.

Exercice aujourd'hui inédit, ce rapport se veut, dans le prolongement du rapport CHARPIN, qui avait d'ailleurs explicitement posé la question de la régulation du marché, une première contribution à la réflexion.

Ses recommandations s'inscrivent dans une perspective résolument européenne : stabilisation du cadre réglementaire européen, harmonisation juridique du statut des quotas de CO₂, meilleur encadrement des participants au marché par l'instauration d'un agrément européen pour la participation au marché du CO₂, renforcement des critères d'accès aux registres nationaux, mise en place d'un cadre européen de prévention des abus de marché, définition des informations privilégiées et sensibles sur le marché du CO₂, amélioration de l'information des acteurs de marché et des régulateurs sur les fondamentaux du marché et sur les transactions, et, enfin, mise en place d'une architecture de supervision intégrée du marché.

Alors que la réflexion progresse en Europe sur la régulation des marchés financiers et des marchés de l'énergie, il est essentiel de ne pas laisser passer l'occasion de prendre les mesures nécessaires pour assurer un meilleur fonctionnement du marché européen du CO₂. La révision des directives financières, les travaux sur les marchés du gaz et de l'énergie et une éventuelle révision de la directive sur l'organisation du marché européen des quotas sont autant d'occasions pour traiter du sujet en 2010 et 2011.

Au moment de conclure, il convient également de se placer dans une perspective résolument internationale : d'autres marchés du CO₂ verront le jour dans les années à venir, la réflexion est très avancée aux États-Unis et l'Union européenne appelle de ses vœux la constitution d'un marché du carbone à l'échelle de l'OCDE en 2015.

La page est aujourd'hui blanche : c'est une occasion unique pour l'Union européenne de définir, avec ses principaux partenaires, des principes de surveillance et de régulation communs de ces marchés.

C'est là l'une des conditions du rapprochement progressif des marchés régionaux du CO₂ dans l'avenir.

Dès lors, il semble nécessaire de disposer, dès cette année, de *fora* internationaux de discussions sur le développement des marchés du carbone, qui pourront constituer autant de lieux d'échanges à fins d'harmoniser, au niveau international, les principes de fonctionnement et de régulation des marchés du CO₂.

L'initiative, lancée en mars 2010 par la Banque Mondiale, et qui prend la forme de discussions multilatérales entre représentants des pays développés et des pays en développement pourrait être l'un de ces *fora*. Elle semble de nature à favoriser l'émergence d'un consensus international sur le fonctionnement des marchés du carbone. Une instance comme l'*International Carbon Action Partnership* pourrait également constituer un vecteur efficace de réflexion et d'échanges.

En parallèle, il semble nécessaire d'inscrire la question des marchés du CO₂ à l'agenda de la régulation internationale : l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) pourrait être mobilisée à cette fin.

Un élan politique sera, enfin, nécessaire pour faire progresser la réflexion d'ici à 2012 et la fin de la première période d'engagement du Protocole de Kyoto : fort des décisions de Pittsburgh, le G20 pourrait ainsi constituer un lieu de discussion approprié pour permettre au sujet de progresser dans les années à venir.

Recommandation n°28 : porter le débat sur la régulation des marchés du CO₂ au niveau international dans le cadre du G20 d'ici à 2012, en s'appuyant notamment sur les travaux de l'OICV, de la Banque Mondiale, et de l'ICAP.

ANNEXES

Annexe I – Lettre de mission du Ministre de l’Economie, de l’Industrie et de l’Emploi



LE MINISTRE

PARIS, LE

Monsieur le Président,

Les marchés du carbone, en permettant de donner une valeur économique aux émissions de gaz à effet de serre, sont un élément central des politiques de lutte contre le changement climatique. Ils sont aujourd’hui un outil adapté aux grands émetteurs, qu’il s’agisse d’Etats ou de sites industriels. Ils sont complémentaires d’un outil fiscal de type « contribution carbone », qui a pour objet d’inciter à une réduction des émissions diffuses.

Certains analystes estiment que 5 % seulement des émissions mondiales sont aujourd’hui intégrées dans un marché du carbone organisé, au niveau national ou régional. Si l’on s’en tient aux projets de législation en cours d’examen dans de nombreux pays développés ou émergents, 35 % des émissions mondiales pourraient être couvertes d’ici 2020. Les marchés du carbone sont donc appelés à se développer massivement.

L’Union européenne est le leader incontesté des marchés carbonés, grâce au système ETS (Emission Trading System) déployé sur plus de 11 000 sites industriels européens dès 2005. Suite à l’adoption du paquet climat-énergie sous présidence française de l’Union Européenne, ce marché se trouvera pérennisé au-delà de la deuxième période qui prend fin en 2012. Il bénéficiera, en 2013, d’une nouvelle dynamique, grâce à une modernisation de ses règles de fonctionnement (attribution d’une large part de quotas aux enchères, complément gratuit alloué sur la base de référentiels, inclusion de nouveaux secteurs comme l’aviation).

Pour autant ces marchés sont pénalisés par un manque de régulation manifeste. Les quotas d’émission n’ont pas aujourd’hui de statut juridique au niveau européen. Objets hybrides, à mi-chemin entre marchandises classiques et instruments financiers immatériels, les quotas ont notamment pu engendrer des risques de fraude objectifs. Si les dérivés sur quotas sont aujourd’hui soumis aux directives financières, les échanges au comptant échappent quant à eux à tout cadre réglementaire réellement approprié.

C’est pourquoi je souhaite proposer rapidement à la Commission européenne qui prendra ses fonctions dans les prochaines semaines des modalités opérationnelles de régulation des marchés du carbone.

Monsieur Michel PRADA
Président du Comité droit financier de Paris EUROPLACE
39, rue Cambon
75001 PARIS

MINISTÈRE DE L’ÉCONOMIE
DE L’INDUSTRIE ET DE L’EMPLOI

A cette fin je souhaite que vous preniez attache avec les principaux acteurs financiers et industriels européens afin de proposer diverses mesures de régulation des marchés du carbone susceptibles d'être adoptées au niveau communautaire. Je souhaite également que vous puissiez sensibiliser nos partenaires européens et la Commission européenne à l'intérêt des solutions proposées.

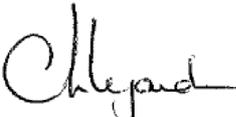
Vous pourrez notamment vous appuyer sur le rapport de M. Jean-Michel CHARPIN, inspecteur général des finances, et sur les travaux du comité de place finance carbone, mis en place par Jean-Louis Borloo, ministre d'Etat, ministre de l'écologie, de l'énergie, du développement durable et de la mer, et moi-même le vendredi 4 décembre 2009.

La Direction générale du trésor et de la politique économique se tient à votre disposition en tant que de besoin pour vous aider dans vos travaux.

Je vous remercie de me remettre vos propositions d'ici trois mois, afin que je puisse ensuite saisir les autorités européennes compétentes.

Je vous prie de croire, monsieur le Président, à l'assurance de ma considération distinguée.

Merci du Nobel, d'accepter cette nomination importante -


Christine LAGARDE

Annexe II – Liste des membres de la commission

Organisation des travaux de la commission

<i>Séance de travail</i>	<i>Thème</i>	<i>Nombre de participants</i>
29 janvier 09h-13h	<i>Séance inaugurale</i>	51
8 février 14h-18h	<i>Le cadre de régulation existant est-il suffisant pour atteindre les objectifs assignés au marché du CO₂ au regard des risques identifiés ?</i>	46
18 février 09h-13h	<i>Quelle qualification juridique pour les quotas ? quelle régulation sur les produits dérivés sur quotas ?</i>	52
18 février 14h-18h	<i>Quel contrôle de l'accès au marché et quel encadrement des acteurs et intermédiaires ?</i>	48
3 mars 14h-18h	<i>Quelles dispositions pour prévenir les abus de marché et améliorer la transparence du marché du CO₂ ?</i>	44
18 mars 14h-18h	<i>Quelle(s) autorités de surveillance pour le marché européen du CO₂ ?</i>	42
7 avril 14h-18h	<i>Relecture du rapport et discussion des suites à y donner.</i>	41

Membres de la commission

<i>Entité représentée</i>	<i>Nom(s) du/des représentants</i>
<i>Acteurs assujettis au marché</i>	
<i>Electricité de France</i>	Philippe Huet, Jean-Yves Caneill
<i>Gaz de France Suez</i>	Christine Faure-Fédigan
<i>SNET / EON</i>	Stéphane Morel, Sivane Soumagnac
<i>Powéo</i>	Jean-Christophe Cheylus
<i>Lafarge</i>	Gaëtan Cadero, Vincent Mages
<i>Veolia VETRA</i>	Denis Daumal
<i>Total</i>	Brigitte Poot
<i>Air Liquide</i>	Olivier Imbault
<i>Arkema</i>	Nicolas de Warren
<i>Saint-Gobain</i>	Eric Pretelat
<i>Bouyer Leroux</i>	Roland Besnard
<i>Air France</i>	Marc Verspyck
<i>Acteurs financiers</i>	
<i>BlueNext</i>	Serge Harry, Neolida Olouman
<i>Orbeo</i>	Philippe Rosier
<i>LCH Clearnet SA</i>	Pierre-Dominique Renard, Delphine Feyrit
<i>Natixis Environnement et Infrastructure</i>	Philippe Germa, Thierry Carol
<i>BNP Paribas</i>	Amine Bel Hadj, Sylvain Goupille, Jérémie Pellet
<i>Barclays</i>	Christian Fringhian
<i>Sagacarbon</i>	Marie Boutefeu, Stéphane Colin
<i>TFS</i>	Vincent Remy
<i>Deutsche Bank</i>	David Villedieu, Isabelle Curien
<i>Autorités de régulation</i>	
<i>AMF</i>	Edouard Vieillefond, Wayne Smith, Julien Terramorsi, Stéphane Fekir
<i>CRE</i>	Fadel Lakhoua, Eliot Romano
<i>Banque de France</i>	Celine Bazard

Associations professionnelles	
<i>Cercle de l'Industrie</i>	Jacques Leflon
<i>Association française des entreprises privées</i>	Nicolas Boquet, Francis Desmarchelier
<i>Mouvement des entreprises de France</i>	Philippe Chauveau
<i>Association française des marchés financiers</i>	Dominique Depras
<i>European Federation of Energy Traders</i>	Alexandre Marty
<i>Fédération Bancaire Française</i>	Jean-François Jondeau
Personnalités qualifiées	
<i>Denton Wilde Sapte</i>	Sena Agbayissah
<i>Inspection générale des Finances</i>	Jean-Michel Charpin
<i>Université Paris Dauphine</i>	Delphine Lautier
Représentants des pouvoirs publics	
<i>Direction Générale du Trésor</i>	Henri Lamotte, Xavier Bonnet, Etienne Oudot de Dainville, Jean-François Ouvrard, Thomas Lambert, Gilles Petit
<i>Direction Générale de l'Énergie et du Climat</i>	Pierre-Franck Chevet, Pascal Dupuis, Héléne Le-Du, Joffrey Célestin-Urbain
<i>Direction Générale de la Compétitivité, de l'Industrie et des Services</i>	Frédéric Lehman
Teneur de registre	
<i>Caisse des Dépôts et Consignations</i>	Olivier Guittet
Caisse des Dépôts et Consignations	
<i>CDC Climat</i>	Pierre Ducret, Jean-Pierre Sicard
<i>CDC Climat Recherche</i>	Benoit Leguet et Emilie Alberola

ANNEXE III – Liste des personnalités auditionnées par la commission et rencontrées par le Président et les rapporteurs

Personnalités auditionnées par la commission

<i>Entité représentée</i>	<i>Nom(s) du/des représentants</i>
<i>Commission européenne</i>	
DG CLIM	Yvonne Slingenberg, <i>Head of Unit</i>
DG MARKT	Valérie Ledure, <i>Policy Maker</i> , Securities Market Bertrand Legris, <i>Policy Maker</i> , Securities Market
DG TREN	Andras Hujber, <i>Policy Maker</i>
<i>Paris EUROPLACE</i>	
Michel Collet, président de la commission juridique CO ₂ et énergie de Paris Europlace Carole d'Armaillé, Directrice de la Communication Laure Romanet, Chargée de mission	
<i>Auditeurs</i>	
Christine Colleu, <i>Partner</i> , Paris IFRS Centre of Excellence, Deloitte & Associés Laurence Rivat, <i>Partner</i> , Audit Middle Market, Deloitte & Associés, membre de l' <i>International Financial Reporting Interpretations Committee</i>	
<i>Autorité des Normes Comptables (ANC)</i>	
Géraldine Viau-Lardennois, Directrice Adjointe	

Personnalités rencontrées par le Président et les rapporteurs

<i>Entité représentée</i>	<i>Nom(s) du/des représentants</i>
<i>Parlementaires</i>	
Mme la Sénatrice Fabienne Keller, Monsieur le Sénateur Philippe Marini, rapporteur Général de la commission des finances	
<i>Administrations</i>	
Audrey Sudara-Boyer, adjointe au chef de bureau Investissement, criminalité financière et sanctions à la DG Trésor Isabelle Bui, adjointe au chef de bureau Financement du logement et d'activités d'intérêt général à la DG Trésor Henri Nguyen, chef du Département Institutionnel, Tracfin Jean-Loup Caruana, chargé de mission au Bureau de la Qualité de l'Air, à la Direction Générale de l'Energie et du climat	
<i>Cabinets d'audit et de conseil</i>	
Julien Razungles, <i>Senior Manager</i> , Audit Middle Market, Deloitte & Associés Ariane Amiot, Directeur, <i>Accounting Consulting</i> , Services, PricewaterhouseCoopers Jad Zoghbaib, <i>Advisory</i> , PricewaterhouseCoopers, Ecobilan Charlotte Galais, <i>Senior Manager</i> , Accounting Consulting Services Frédéric Dinguirard, Directeur, Andal Conseil	
<i>Organisations syndicales et organisations non gouvernementales</i>	
Jean-Pierre Bompard, Délégué Energie, Environnement et développement durable de la CFDT Morgane Créach, Directrice du pôle international, Réseau Action Climat Sébastien Godinot, Coordinateur des campagnes, Les Amis de la Terre France Yann Louvel, Chargé de campagne responsabilité des acteurs financiers, Les Amis de la Terre France	
<i>Acteurs de marché</i>	
Alexandre Borde, fondateur et Directeur de Carbonium	

Missions à l'étranger

Entité représentée	Nom(s) du/des représentants
États-Unis	
Autorités de régulations	
<p>Mary Shapiro, Présidente de la <i>Securities and Exchange Commission</i> Gary Gensler, Président de la <i>Commodities Futures Trading Commission (CFTC)</i> Dan M. Berkovitz, <i>General Counsel (CFTC)</i> Cyrus Amir-Mokri, <i>Senior Counsel to the Chairman (CFTC)</i> Eric Juzenas, <i>Senior Counsel (CFTC)</i></p>	
Trésor	
<p>Timothy Geithner, <i>Secretary of the Treasury</i> Lael Brainard, <i>Under Secretary of the Treasury for International Affairs nominee</i></p>	
Institutions Financières Internationales	
<p>Dominique Strauss-Kahn, Directeur général du Fonds Monétaire International Joëlle Chassard, Manager, <i>Environment Department (Carbon finance)</i>, Banque Mondiale Ivan Zelenko, <i>Head of Derivatives and Structured Finance</i>, Capital Markets Department, Banque Mondiale</p>	
Congrès	
<p>Matthew Nelson, <i>Congressional Staffer</i> auprès de la Sénatrice Dianne Feinstein Jeff Baran, <i>Counsel</i>, Committee on Energy and Commerce</p>	
Royaume-Uni	
Autorités de régulations	
<p>Lord Turner of Ecchinswell, Président de la <i>Financial Services Authority</i>, Chairman du <i>Government Committee on Climate Change</i> David Kennedy, <i>Chief Executive</i> du <i>Government Committee of Climate Change</i> Tom Corcut, <i>Senior Economist (Markets Division)</i>, <i>Office of the Gas and Electricity Markets</i> Ian Marlee, <i>Partner Trading Arrangements (Markets Division)</i>, <i>Office of the Gas and Electricity Markets</i></p>	
Trésor	
<p>Jonathan Taylor, <i>Managing Director</i> (International and Finance Directorate) Nikhil Rathi, <i>Director, Financial Regulation and Markets</i> (International and Finance Directorate) Rebecca Laurence, <i>Team Leader</i> (Environment, Food and rural affairs)</p>	

Hannah Gurga, <i>Adviser</i> (International and Finance Directorate) Zviito Zinyowera, <i>Securities Markets Policy, Financial Strategy Team</i>
Département de l'énergie et du climat
Niall MacKenzie, <i>Head</i> (National Carbon Markets) Sarah Resouly, <i>Team Leader</i> (EU-ETS)
Place financière
Paul Sizeland, <i>Director of Economic Development</i> , City of London Marc Mourre, <i>Managing Director, Vice Chairman</i> (Commodities Division), Morgan Stanley Olivia Hardridge, <i>Vice-President</i> (structuring carbon and cross-commodity transactions Europe and North America), Morgan Stanley Matthew Farrow, <i>Head</i> (Energy, Transport and Planning) Confederation of British Industry
Allemagne
Autorités de régulations
Dr. Hannelore Lausch, <i>Directeur exécutif de la supervision des marchés de valeurs mobilières et de la gestion d'actif de la BaFin</i> Christian Pawlik, <i>Chef de la section de supervision des marchés de valeurs mobilières de la BaFin</i> Volker Zuleger, <i>Chef de la division en charge de la surveillance de la bourse EEX au ministère de l'Economie du Land de Saxe (SMWA)</i> Wolfgang Von Rintelen, <i>Directeur des affaires juridiques et Chef du département surveillance des marchés à la bourse EEX de Leipzig</i>
Ministère des Finances
Dr. Rolf Wenzel, <i>Directeur politique des marchés financiers</i> Peter Goerss, <i>Chef du bureau bourses et valeurs mobilières</i> M. Kahmann, <i>Chef du bureau énergie, matières première, agriculture, affaires maritimes, et environnement</i> Carsten Ostermann, <i>Chargé de mission</i> Nigel Kinnarney, <i>Chargé de mission politique énergétique et environnementale de l'Union européenne</i>
Ministère de l'Environnement
Meike Söker, <i>Chargée de mission questions juridiques climat/énergie au ministère fédéral de l'Environnement</i>
Place financière
Daniel Wragge, <i>Chef du département communication politique à EEX</i>

ANNEXE IV - Le marché européen du CO₂ – principes de fonctionnement

I. Le système européen d'échanges de quotas d'émission de gaz à effet de serre

Dans le cadre du Protocole de Kyoto, les pays membres de l'Union européenne ont pris l'engagement de réduire leurs émissions globales de gaz à effet de serre. Il s'agit pour les 15 pays membres « d'origine » de l'Union européenne (UE-15) d'un engagement solidaire de réduire collectivement de 8% leurs émissions globales de gaz à effet de serre en 2008-2012 par rapport à 1990. Pour les nouveaux États membres, l'engagement est individuel.

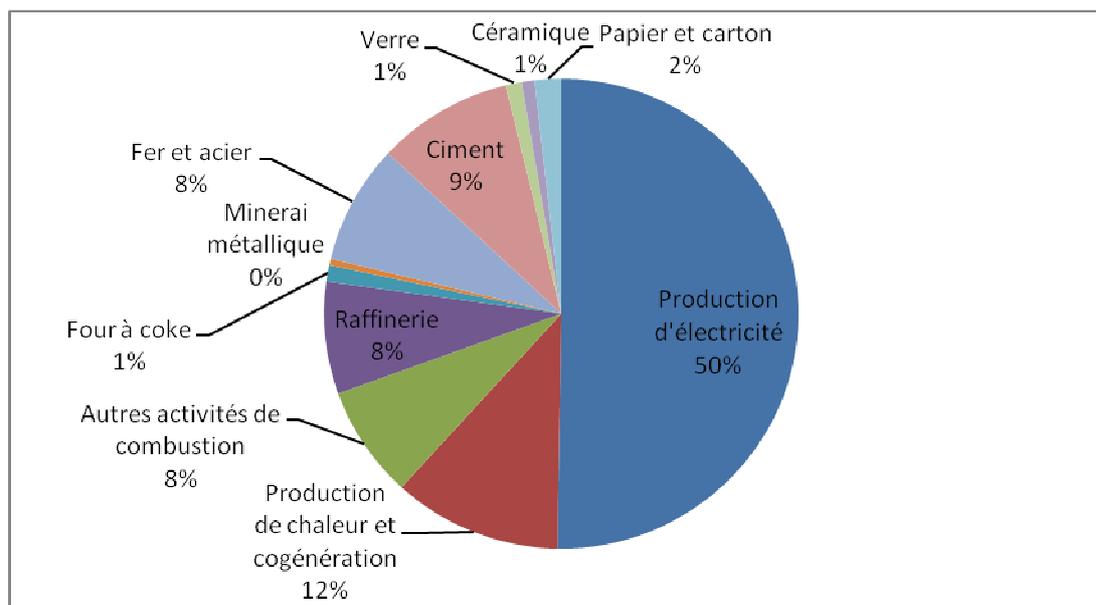
Pour mettre en œuvre cet engagement, les pays de l'Union européenne ont mis en place, par la directive 2003/87/CE du 13 octobre 2003, un système de plafonnement et d'échanges de quotas de gaz à effet de serre (également appelé EU-ETS en anglais : *European Union Emission Trading Scheme*) couvrant les grandes sources d'émissions, soit 10 200 installations industrielles.

Ce système a vu le jour en 2005 et a été établi initialement pour deux périodes successives : une phase-test de 3 ans (2005-2007) et une seconde phase de montée en charge de 5 ans (2008-2012).

Il couvre l'ensemble des pays membres de l'UE-27, porte uniquement sur les émissions de CO₂ pour encadrer 51% des émissions de CO₂ européennes, soit 43% des émissions européennes de gaz à effet de serre).

Le système d'échange de quotas couvre les secteurs de l'industrie lourde et de l'énergie. La production d'électricité représente de loin le premier secteur émetteur avec 50% de l'allocation de quotas, comme le montre le graphique *infra*.

Graphique n°10 – Répartition de l'allocation de quotas par secteur



Source : CDC Climat Recherche

Le système d'échange de quotas fonctionne de la manière suivante, décrit dans le schéma *infra*.

Chaque État plafonne les émissions de CO₂ des installations concernées, puis leur distribuent les quotas d'émission correspondants. Sur les deux premières phases, le volume de quotas alloué à chaque installation est défini par chacun des États membres dans le cadre des Plans Nationaux d'Allocation de Quotas (PNAQ). Une disposition spécifique permet aux entreprises qui exploitent plusieurs installations assujetties de gérer collectivement les quotas d'émission.

Les quotas sont attribués gratuitement aux entreprises, en référence à leur niveau d'émissions historiques (principe dit du « grand-père », *grandfathering*), ajusté de l'effort de réduction requis.

Les quotas sont alloués aux installations, chaque année, au 28 février.

Chaque année, chaque installation doit mesurer et communiquer ses émissions de CO₂, les données transmises faisant l'objet d'une vérification de la part d'un auditeur externe.

Chaque installation doit ensuite restituer, au 30 avril, autant de quotas qu'elle a émis de CO₂.

En parallèle, les entreprises assujetties ont la possibilité d'échanger leurs quotas selon qu'elles sont excédentaires ou déficitaires, de sorte qu'un prix de la tonne de CO₂ se forme sur un marché.

Chaque tonne de CO₂ échangée sur le marché prend la forme d'un transfert de quota (appelé EUA en anglais – *European Union Allowance*) entre le compte détenu par le vendeur et le compte détenu par l'acheteur dans un des 27 registres nationaux des émissions de gaz à effet de serre.

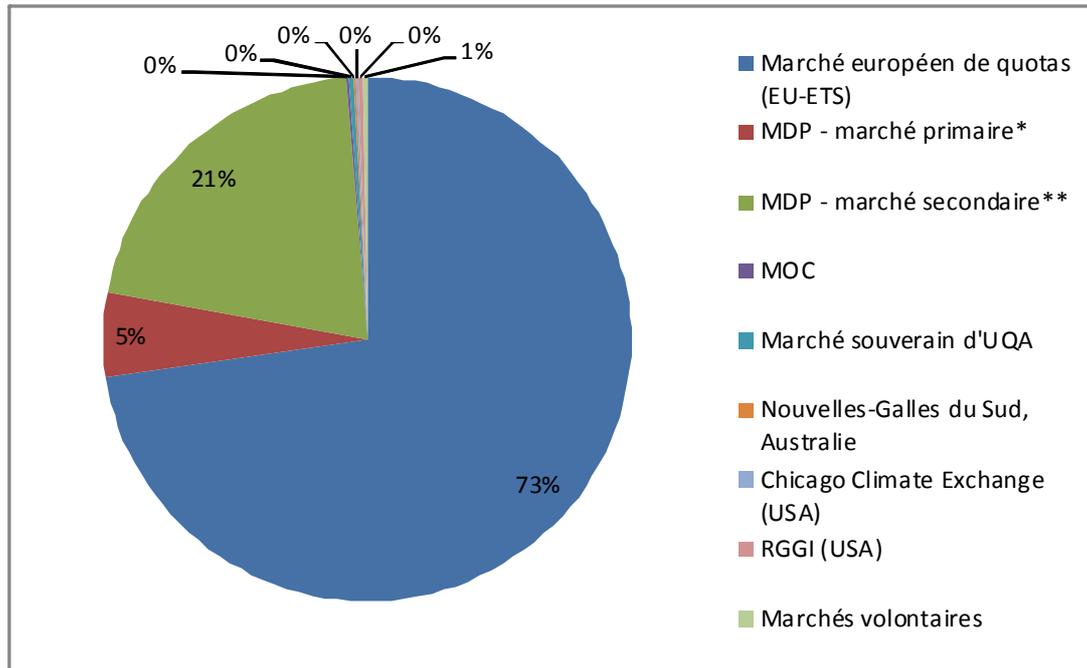
Schéma n°1 – Calendrier de conformité



Source : CDC Climat Recherche

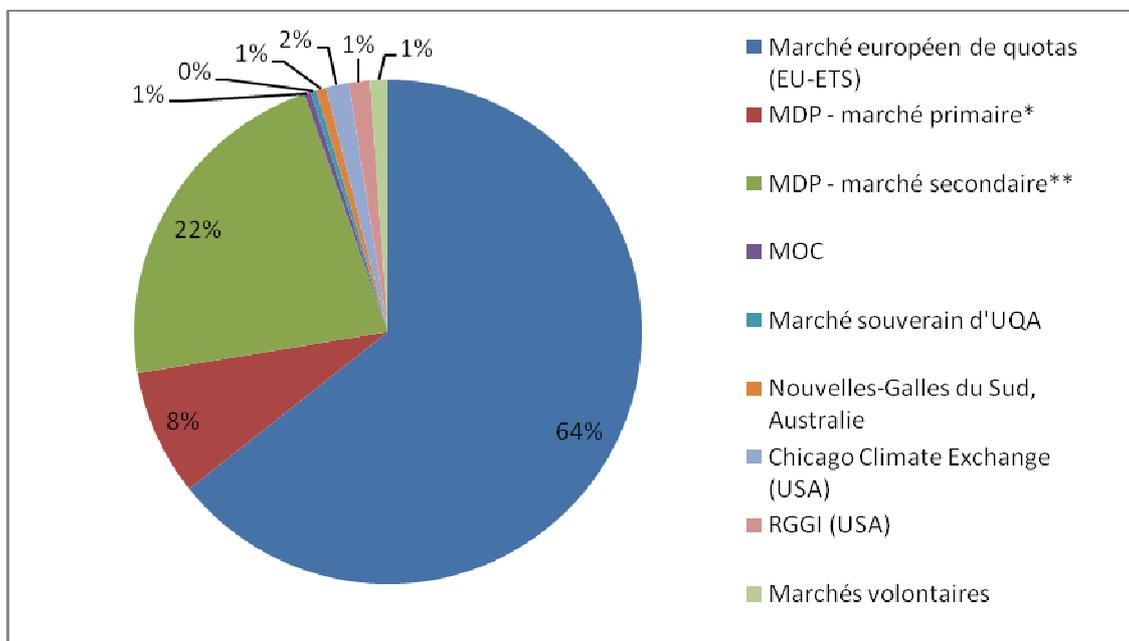
Le système d'échange de quotas est le principal marché carbone au niveau mondial : il représente 60 à 65% des volumes échangés et 70 à 75% de la valeur des échanges.

Graphique n°11 – Part relative des différents marchés du CO₂ en valeur des échanges (2008)



Source : CDC Climat Recherche

Graphique n°12 – Part relative des différents marchés du CO₂ en volume d'échanges (2008)



Source : CDC Climat Recherche

Le Paquet Energie Climat (PEC) adopté sous Présidence française de l'Union européenne en décembre 2008 renforce et améliore le système de quotas à partir du 1er janvier 2013, à travers quatre avancées principales :

- tout d'abord, l'Europe n'a pas attendu le résultat des négociations internationales sur l'avenir du Protocole de Kyoto pour pérenniser le dispositif, qui s'étend désormais au-delà (2013-2020+) de la période de validité actuelle du Protocole (2008-2012) ;
- l'Union européenne a fixé un plafond annuel pour les entreprises du secteur ETS sur l'ensemble de la période 2013-2020, avec un niveau d'ambition élevé : ce plafond sera réduit de -21% entre 2005 et 2020 pour atteindre 1,72 milliard de tonnes de CO₂ en 2020 (contre 2 milliards de tonnes aujourd'hui) ;
- de nouveaux gaz à effet de serre (comme le protoxyde d'azote, dont le coefficient de réchauffement est 300 fois supérieur à celui du dioxyde de carbone) et de nouveaux secteurs (comme l'aviation, à partir du 1^{er} janvier 2012) intègrent le périmètre du système de quotas et élargissent ainsi la portée du signal-prix donné par le marché ;
- à partir du 1^{er} janvier 2013, le principe sera celui d'une mise aux enchères des quotas, c'est-à-dire une attribution des quotas contre paiement, alors qu'ils étaient jusqu'à présent alloués gratuitement. Les producteurs d'électricité en particulier ne bénéficieront d'aucune dotation gratuite et devront payer leurs quotas dès la première tonne de CO₂ émise. Pour les autres secteurs, la montée en puissance des enchères sera plus progressive : 80% de quotas gratuits en 2013, distribués sur la base de référentiels contraignants, 30% seulement en 2020. La mise aux enchères permettra d'améliorer l'efficacité économique du système et accroîtra l'incitation des acteurs concernés à réduire leurs émissions à court et moyen terme.

Grâce à ces évolutions, le système de quotas devrait gagner en ambition et en efficacité, avec un horizon de temps plus conforme à la durée de vie des investissements dans les nouvelles technologies à basses émissions de carbone.

II. Le Protocole de Kyoto et le marché du carbone « souverain »

Le Protocole de Kyoto engage les principaux pays industrialisés (Union européenne, Japon, Canada, Russie, Australie,...), à l'exclusion notable des États-Unis, à diminuer leurs émissions de gaz à effet de serre (GES) de 5,2% en 2008-2012 par rapport à 1990.

Chacun de ces États se voit attribuer un quota d'émission correspondant à l'objectif qui lui est assigné : par exemple, la France, qui s'est engagée à stabiliser ses émissions de gaz à effet de serre au niveau atteint en 1990, dispose d'un quota de 2,8 milliards de tonnes de CO₂ sur toute la période 2008-2012, soit 564 millions de tonnes par an.

A la fin de la première période du protocole de Kyoto, les États doivent avoir en leur possession autant de quotas (appelés Unités de Quantité Attribuée ou « UQA », 1 UQA équivalant à 1 tonne de CO₂) qu'ils ont émis de gaz à effet de serre.

Ils doivent donc s'assurer en premier lieu que les politiques publiques mises en œuvre en interne pour limiter les rejets de gaz à effet de serre leur permettent de remplir leurs objectifs.

Si ce n'est pas le cas, c'est-à-dire si la trajectoire d'émission de l'État dépasse l'objectif-cible du Protocole de Kyoto, il a la possibilité d'acheter des UQA auprès d'autres États qui sont plus performants que leur objectif et disposent donc d'UQA en surplus, ou d'acquérir d'autres crédits carbone, issus des mécanismes de projet du protocole de Kyoto (cf. *infra*).

En contrepartie du plafonnement strict des émissions globales des pays développés, le Protocole de Kyoto accorde donc une certaine flexibilité aux États dans le respect de leurs engagements, en prévoyant des transferts d'unités entre États excédentaires et États déficitaires.

Depuis l'entrée en vigueur du protocole, le 1^{er} janvier 2008, ce mécanisme (dit de « l'article 17 ») a donné lieu à une vingtaine de transactions, portant sur moins de 200 millions d'UQA (200 MtCO₂).

Les principaux vendeurs sont des pays d'Europe centrale et orientale, pour certains membres de l'Union européenne (Estonie, Hongrie, Pologne, République tchèque,...), qui ont accumulé d'importants surplus de droits d'émission à la suite de la restructuration de leur appareil industriel depuis 1990, année de référence pour le calcul des dotations de crédits carbone des États.

La Russie détient ainsi l'excédent d'UQA le plus volumineux, avec près de 6 milliards de tonnes sur la période 2008-2012, du fait de l'effondrement des émissions de CO₂ dans le secteur industriel.

Les principaux acheteurs sont le Japon et un petit groupe de pays européens (Espagne, Autriche, Portugal, Pays-Bas, Irlande, Belgique), qui ont lancé des programmes publics d'acquisition de crédits carbone pour combler l'écart entre leurs émissions et leur objectif de réduction. Les échanges se sont accélérés à l'automne 2009 (avec 9 transactions conclues), à l'approche de la conférence de Copenhague, qui devait statuer sur l'avenir du Protocole de Kyoto et du système de plafonnement et d'échanges de quotas pour les États.

Les opérations d'achat/vente d'UQA ne sont pas pour l'instant constitutives d'un véritable marché « actif » : elles sont en effet exclusivement réalisées de gré à gré, c'est-à-dire en-dehors de toute place d'échanges standardisée, et généralement peu d'informations sont disponibles sur le contenu même de la transaction (prix, quantité).

Il convient de souligner que le système européen de plafonnement et d'échanges de quotas est un instrument distinct du système « souverain » mis en place par le Protocole de Kyoto, mais lui est comptablement lié.

Concrètement, les États européens ont décidé de « mutualiser » une partie des UQA qui leur étaient individuellement attribuées et de les « consigner » dans le système « fermé » de plafonnement des émissions et d'échanges de quotas.

Chaque État a donc prélevé sur son propre stock d'actifs Kyoto un nombre déterminé d'UQA, qu'il a ensuite mis en commun avec les autres États européens : l'« enveloppe globale » d'UQA ainsi constituée a ensuite été allouée aux installations sous la forme des quotas européens décrit précédemment (EUA).

Chaque mouvement d'EUA s'accompagne donc d'un virement d'UQA entre les registres nationaux des deux États dont les entreprises contractantes sont ressortissantes, ce qui garantit la bonne articulation entre le Protocole de Kyoto (adossé aux UQA) et le « marché européen ».

III. Le troisième compartiment des marchés du carbone : les crédits du Mécanisme de Développement Propre et de la Mise en Œuvre Conjointe

Parallèlement au mécanisme des Unités de Quantité Attribuée (UQA) pour les pays développés dotés d'objectifs contraignants (pays « dits de l'annexe B »), le Protocole de Kyoto a institué deux autres dispositifs générateurs de crédits carbone :

- d'une part, le mécanisme de développement propre (MDP), prévu à l'article 12 du Protocole, permet d'associer les pays en développement à la lutte contre le réchauffement climatique. Il récompense les projets de réduction des émissions de gaz à effet de serre mis en œuvre dans les pays en développement, en leur délivrant des crédits carbone, les URCE (Unités de réduction certifiée des émissions – *Certified Emission Reductions*, CER en anglais).

Ces crédits permettent d'amorcer et de cofinancer des investissements dans des technologies de réduction des gaz à effet de serre peu coûteuses, qui n'auraient sans doute pas vu le jour sans les ressources générées par la vente des crédits correspondants.

Ces crédits ne sont accordés au porteur de projet qu'au terme d'une investigation rigoureuse entreprise par l'ONU pour démontrer le rôle décisif des crédits dans la réalisation de l'investissement, tel que décrit dans l'encadré suivant.

Encadré n°29 – Les étapes de validation d'un projet MDP

La génération des crédits CER par un projet est l'aboutissement d'un long processus (en moyenne 2 ans), divisé en 7 étapes au cours duquel le projet peut être rejeté à différentes reprises.

1. Réalisation d'un Projet Design Document (PDD)

Le PDD (Project Design Document) est le document de présentation du projet sur lequel s'appuie toute demande d'enregistrement d'un projet MDP. Il comprend :

- i/ une démonstration de « l'additionalité du projet » ;*
- ii/ une évaluation des réductions d'émissions ;*
- iii/ un plan de suivi ;*

Si les informations du PDD sont incomplètes, des organismes validateurs procèdent à des demandes de clarification, pouvant entraîner des reports significatifs.

2. Validation du projet par une tierce partie indépendante

L'étape de validation d'un projet MDP est effectuée sur la base du PDD par une tierce partie indépendante nommée Entité Opérationnelle Dénommée (EOD), sélectionnée par le développeur de projets sur la base de la liste des organisations accréditées par la Convention Cadre des Nations Unies sur les Changements Climatiques (CCNUCC).

Les éléments essentiels de l'étape de validation sont les suivants :

i/ une revue du PDD ;

ii/ une consultation publique au cours de laquelle le validateur publie le PDD sur le site de la CCNUCC et invite les observateurs à formuler des commentaires ;

iii/ des entretiens avec les parties prenantes du projet, ainsi que des visites du site ;

iv/ la remise au porteur d'un rapport préliminaire contenant d'éventuelles demandes de clarification ;

Une fois les questions en suspens résolues, un rapport final de validation est rédigé, qui sera soumis au Conseil Exécutif du MDP (CE MDP).

3. Obtention de l'approbation des autorités locales

Avant d'être proposé au CE MDP, un projet doit être officiellement approuvé par le pays hôte via une Autorité Nationale Désignée (AND). L'approbation des autorités locales a pour objectif de s'assurer que le projet est bien en conformité avec les priorités de développement durable du pays.

4. Enregistrement du projet

Le validateur (EOD) effectue la demande d'enregistrement auprès du CE MDP, en lui fournissant le PDD, le rapport de validation et la lettre officielle d'agrément du pays hôte.

5. Préparation d'un rapport de suivi des émissions

Les crédits carbone ne peuvent être obtenus qu'après la mise en exploitation du projet et la constatation des réductions d'émissions effectivement réalisées. Afin d'obtenir périodiquement ces crédits, les participants au projet doivent établir un reporting de surveillance des réductions d'émissions, qui est le fondement de la vérification par une tierce partie indépendante (EOD).

6. Vérification des réductions d'émissions

Un auditeur indépendant (EOD) vérifie si les calculs du rapport de suivi sont conformes au plan de surveillance. A partir de son rapport de vérification, l'EOD doit certifier que le projet a effectivement réduit les émissions de GES pendant la période de validité. De plus le rapport contient une demande adressée au CE MDP, d'émettre une quantité de CER correspondant à la quantité de réductions d'émissions vérifiées.

7. Délivrance des CER

Une fois l'émission des CER approuvée par le CE MDP, les CER sont délivrés et l'administrateur du registre inscrit les crédits sur le compte des participants répertoriés dans le PDD.

Jusqu'à présent, 372 millions d'URCE ont été émises, en faveur de 634 projets, principalement en Chine, en Inde et au Brésil, où les potentiels de réduction des émissions sont actuellement les plus significatifs. Entre 2008 et 2012, environ 1,4 milliards d'URCE devraient avoir été mobilisées pour le financement de projets dans les PED ;

- d'autre part, la mise en œuvre conjointe (MOC), qui est l'équivalent du MDP dans son fonctionnement, mais diffère dans son aire d'application géographique. La MOC

se déploie quant à elle dans les pays développés de l'annexe B du Protocole de Kyoto. A travers ce mécanisme, l'État transforme une partie de ses UQA en un nouveau crédit, appelé URE (Unité de réduction des émissions – *Emission Reduction Unit*, ERU en anglais), qui est ensuite attribué au porteur de projet. L'échelle de la MOC n'est pour l'instant pas comparable à celle du MDP : 4,47 Mt émises jusqu'à présent, pour 27 projets (15 en Europe, 6 en Nouvelle-Zélande, 6 en Ukraine). Environ 250 Mt d'URE devraient être émises au total entre 2008 et 2012.

La France a décidé de recourir à la MOC pour stimuler des projets de réduction des émissions de gaz à effet de serre dans les secteurs d'activités non couverts par le système de quotas, à travers le dispositif des « projets domestiques ».

Les URCE et les URE ont un point commun : elles peuvent toutes deux être rachetées par des États (ceux de l'annexe B du protocole de Kyoto) et par des entreprises (celles qui participent au système de quotas européen notamment). Pour les États, les URCE et les URE acquises auprès des porteurs de projet sont reconnues au même titre que les UQA et sont donc admises aux côtés des UQA lorsque la conformité de l'État avec ses engagements Kyoto est vérifiée par l'ONU. Pour les entreprises européennes, les URCE/URE ont la même valeur légale qu'un quota EUA dans la comptabilité carbone : les entreprises ont ainsi la possibilité de « restituer » en face de leurs émissions constatées tant des EUA que des URCE/URE, avec toutefois une limite quantitative fixée par État. Par exemple, en France, en 2008-2012, chaque installation peut restituer au maximum 13,5% de son allocation de quotas annuelle sous forme d'URCE/URE.

Le montant global de crédits autorisé au niveau européen d'ici à fin 2012 est de 1,4 milliard de tonnes.

En pratique, les principaux acheteurs de crédits carbone internationaux (MDP et MOC) sont les entreprises européennes assujetties qui représentent les deux tiers de la demande).

C'est la raison pour laquelle le prix des URCE et URE est corrélé à celui des quotas EUA : en moyenne, sur le troisième trimestre de l'année 2009, le prix de l'URCE a suivi celui des EUA avec une décote comprise entre 0,75 et 1,5 €/t (autour de 12€/t fin novembre).

Cette décote s'explique par les risques inhérents aux projets MDP par rapport aux quotas EUA : risque de non-enregistrement du projet par l'ONU, risque de moindre performance environnementale par rapport aux prévisions d'économies de CO₂.

En tout cas, l'existence de cette prime de risque contribue à rendre attractif l'achat d'URCE/URE en substitution des quotas européens : l'entreprise peut en effet couvrir le risque de dépassement de son quota annuel en économisant 1€ par tonne manquante (gain de substitution EUA-URCE), dans les plafonds prévus par chaque État.

ANNEXE V - Analyse de l'évolution de la liquidité sur le marché européen du CO₂

La liquidité d'un marché est traditionnellement définie comme la possibilité d'y réaliser à tout instant des transactions aux prix courants et sans coût de transaction notable. La liquidité est donc un faisceau de propriétés, qui, réunies, évitent le risque d'illiquidité, c'est-à-dire celui de ne pas être en mesure de liquider, ou de couvrir, immédiatement une position au prix de marché courant.

La liquidité se mesure traditionnellement à l'aune de quatre critères :

i/ la largeur de l'écart entre cours acheteur et cours vendeur, qui mesure le coût d'un retournement de position en un bref délai pour un montant standard ;

ii/ la profondeur, qui correspond au volume de transactions pouvant être immédiatement exécuté sans décalage du prix à la meilleure limite ;

iii/ la résilience, c'est-à-dire la rapidité avec laquelle les cours retrouvent leur niveau d'équilibre à la suite d'un choc aléatoire dans le flux des transactions.

iv/ l'immédiateté, soit la rapidité avec laquelle un ordre rentré dans le carnet génère une transaction.

Si les caractéristiques de la liquidité d'un marché ont été communément acceptées, il n'y a pas pour autant de consensus concernant la manière dont la liquidité peut être mesurée. La littérature académique propose ainsi plus d'une soixantaine d'indicateurs de liquidité. Les indicateurs standards de liquidité les plus usités sont : le *spread* relatif, les volumes, le nombre de transaction et l'indicateur d'Amihud. Une des approches pour estimer la liquidité d'un marché a été développée par Amihud (2002)¹⁵².

En pratique, cette méthode permet de définir un *ratio* d'illiquidité, compris comme le ratio moyen entre, la valeur absolue de la rentabilité journalière de l'actif – ici le quota de CO₂ ou le crédit international - *i*, le jour *d*, l'année *y*, sur le volume échangé en valeur le jour *j*, soit :

$$\frac{|R_{i,y,d}|}{VOLD_{i,y,d}}$$

¹⁵² AMIHU (Yakub) "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects", Journal of Financial Markets, vol. 5, pp. 31-56.

Cette mesure exprime la variation du prix du quota pour une unité monétaire échangée. Annualisée, la liquidité du quota sera mesurée par le ratio suivant, où D_{ty} est le nombre de jours où les données sont disponibles dans l'année y :

$$ILLIQ_{it} = \frac{1}{D_{ty}} \times \sum_{d=1}^{D_{ty}} \frac{|R_{i,y,d}|}{VOLD_{i,y,d}}$$

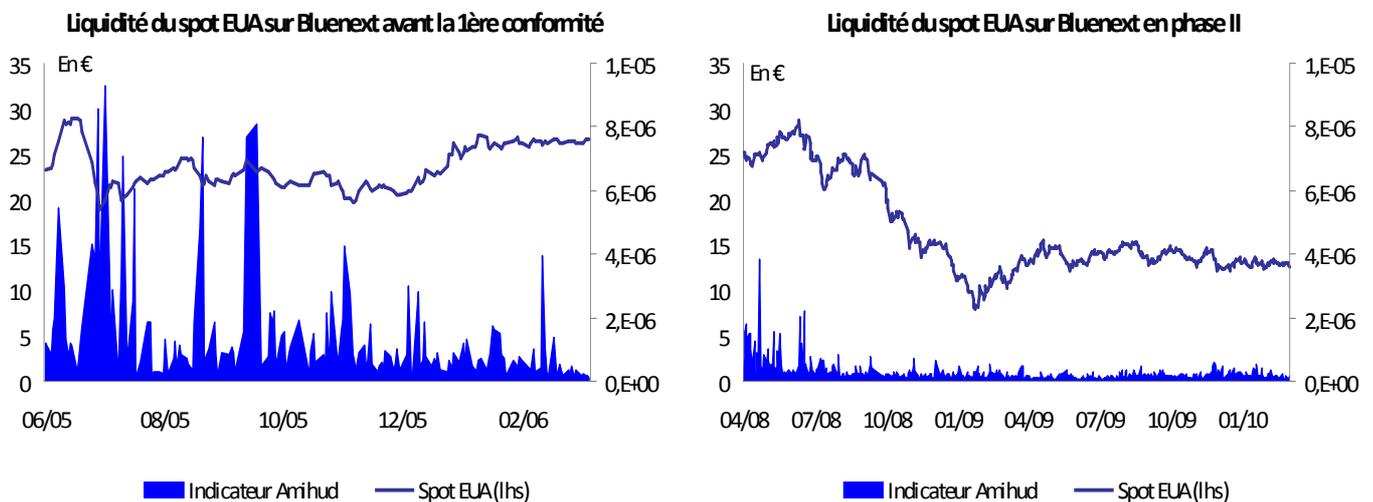
En pratique, plus l'indice d'Amihud est élevé, plus la liquidité du marché est faible.

Il ressort des graphiques suivants trois enseignements majeurs sur l'évolution de la liquidité du marché.

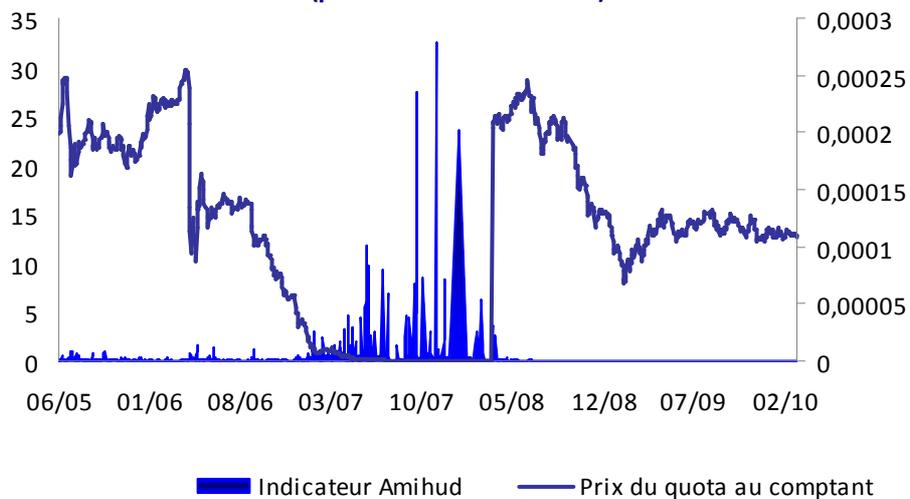
Premièrement, la liquidité s'est nettement améliorée entre les phases I et II. Le début de la première phase a été sujette à plusieurs chocs de liquidité », traduisant logiquement le manque de maturité du marché dans ses premiers mois. L'épisode de chute brutale des prix a ensuite donné lieu à des pics d'illiquidité résultant des mouvements brutaux des prix, le basculement en phase II se traduisant par une nette augmentation de la liquidité.

Deuxièmement, la liquidité du marché des quotas européens est sensible aux chocs exogènes : les périodes relatives aux négociations de Copenhague et aux attaques informatiques sur les registres ont donné lieu à des chocs de liquidité significatifs.

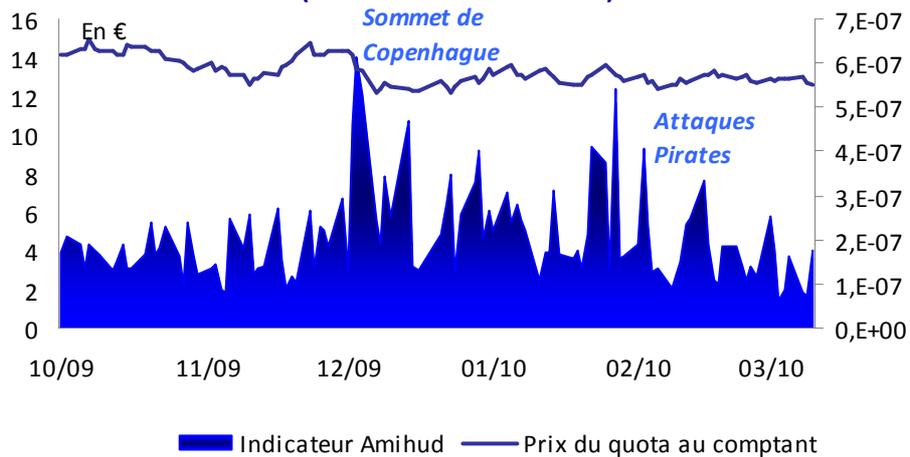
Troisièmement, la moindre liquidité des marchés organisés de crédits internationaux apparaît très nettement dans le niveau plus élevé de l'indicateur d'Amihud par rapport au marché des quotas européens.

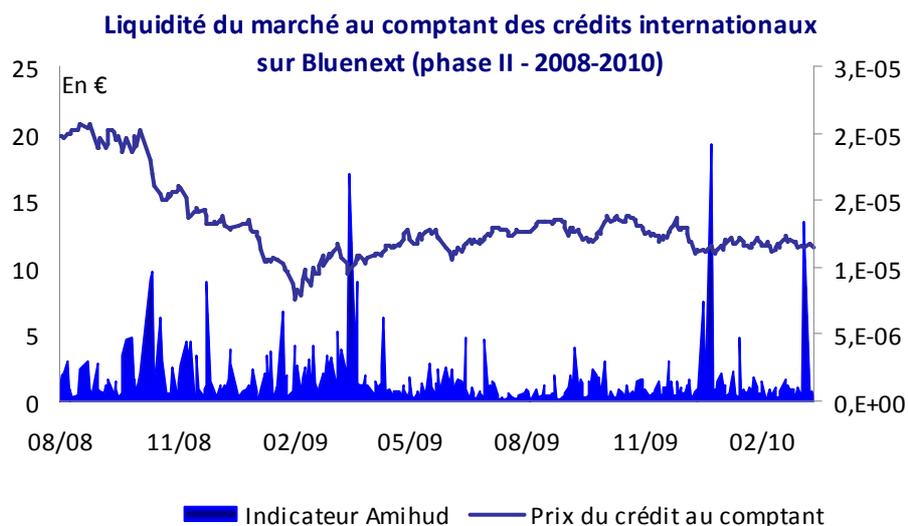


**Liquidité du marché au comptant des quotas sur Bluenext
(phase I et II - 2005-2010)**



**Liquidité du marché au comptant des quotas sur Bluenext
(octobre 2009 - mars 2010)**





Source : Banque de France

Lecture des graphiques : le principal pic d'illiquidité sur 2005-2010 correspond à la fin de la phase I, en raison de l'impossibilité de reporter en avant les quotas sur la phase II. Sur la phase II, on constate que la liquidité du marché s'est maintenue à un niveau acceptable. Les principaux pics d'illiquidité correspondent aux chocs enregistrés sur le marché (fraude à la TVA, « fishing »), ou aux périodes d'incertitudes sur l'évolution du marché – par exemple l'ouverture des négociations à Copenhague a particulièrement affecté la liquidité sur le compartiment du marché des crédits internationaux.

ANNEXE VI - Les projets de loi américains sur la régulation du marché fédéral du CO₂

Dans le cadre des travaux du Congrès américain sur la lutte contre le changement climatique, deux propositions législatives comportent des dispositions sur la régulation et la surveillance d'un éventuel marché fédéral de quotas d'émissions : le projet de loi *American Clean Energy and Security Act* dit *Waxman – Markey*, adopté par la Chambre des Représentants, et un projet de loi déposé en juillet 2009 par les sénateurs Feinstein et Snowe auprès du *Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry* de la Chambre haute américaine, qui traite exclusivement de cette question. Le projet actuellement en préparation au Sénat, porté par les Sénateurs Kerry, Lieberman et Graham pourrait accoucher d'un instrument de marché significativement différent de ceux envisagés initialement dans le projet *Waxman – Markey*, mais également dans le premier projet du Sénat, projet dit *Kerry – Boxer*, dans le cadre duquel s'inscrit les travaux des sénatrices Feinstein et Snow.

Néanmoins, les réflexions très abouties sur la régulation du marché du CO₂, conduites dès le départ par le Législateur américain, sont riches d'enseignements pour le Législateur et le Régulateur européen. Les mesures relativement strictes prévues par les deux projets de loi montrent qu'un *cap-and-trade* ne sera mis en place qu'accompagné de très fortes garanties en matière de régulation.

La présente annexe propose une analyse comparative des deux projets de loi, *Waxman-Markey* et *Feinstein-Snowe*, sur les différentes composantes du cadre de régulation : surveillance du marché, encadrement des pratiques de marché et encadrement des acteurs.

I. Surveillance du marché

L'architecture institutionnelle de surveillance du marché constitue le principal point de divergence entre les deux projets de loi : si *Feinstein-Snowe* confie la surveillance de l'ensemble du marché à la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), *Waxman-Markey* établit une distinction entre la surveillance du marché au comptant, confiée à la *Federal Energy Regulation Commission* (FERC), dont les activités et missions sont proches de celles de la CRE, et celle du marché dérivé, confiée à la CFTC.

Les différentes options choisies peuvent se justifier par des logiques d'efficacité : il s'agit dans un cas de préserver le lien entre la surveillance du marché au comptant et du marché dérivé, dans l'autre le lien entre la surveillance du marché au comptant et des marchés de l'énergie. La distinction voulue par le projet *Waxman-Markey* résulte également d'une logique institutionnelle, reflétant les champs de compétence respectifs des différentes commissions du Congrès américain

Les deux projets de loi confèrent aux autorités de surveillance de forts pouvoirs d'injonction comportementale, avec la possibilité d'émettre des « *Cease and desists orders* » (*Waxman-Markey*) ou des « *Emergency orders* » (*Feinstein-Snowe*) qui leur permettent d'imposer des obligations additionnelles ou des restrictions dans leurs activités aux acteurs du marché. Ils octroient également aux autorités de forts pouvoirs de sanctions

avec un régime strict de sanctions applicables : suspension des acteurs, amendes très élevées (pouvant aller jusqu'à 1 M\$ par jour de non respect des règles imposés), voire peines d'emprisonnement.

Ils confient aux autorités de surveillance une double mission d'analyse et de surveillance : une fonction d'analyse en continue visant à vérifier le bon fonctionnement du marché et à détecter les abus et une mission d'analyse économique sur le fonctionnement du marché, les dynamiques de prix et le comportement des acteurs.

Ces analyses doivent faire l'objet de rapports annuels (Waxman-Markey) ou trimestriels (Feinstein-Snowe) au Président des États-Unis, prévoyant en tant que de besoin des recommandations visant à améliorer le fonctionnement, l'efficacité et l'intégrité du marché.

Enfin les deux projets de loi prévoient les modalités de financement des instances de régulation, avec l'imposition d'une charge sur les transactions réalisées.

II. Encadrement des participants et des intermédiaires

Les deux projets de loi réaffirment la nécessité d'un marché ouvert, non limité aux seuls assujettis. La limitation aux entreprises assujetties est en effet perçue comme un majorant des risques, conférant un pouvoir de marché trop important aux acteurs industriels et aux producteurs d'électricité disposant de capacités financières sophistiquées. Une interdiction de participation risquerait de plus de se heurter à des stratégies de contournement des acteurs financiers, par exemple *via* l'acquisition d'actifs industriels.

En revanche, les deux projets envisagent d'en contrôler strictement l'accès.

Dans le projet de loi *Waxman-Markey*, les modalités de contrôle sont laissées à l'appréciation de la FERC avec les objectifs suivants : promouvoir la formation et le fonctionnement d'un marché juste, organisé et liquide qui permette la meilleure exécution des activités de négoce sur quotas, et l'établissement des règles encadrant la sélection et les opérations des plates-formes de négociation de quotas et des chambres de compensation.

Le projet de loi *Feinstein-Snowe* promeut un ensemble de règles strictes encadrant l'activité des participants au marché et en particulier des plates-formes de négociation. Les *traders* et *brokers* devront être agréés par la CFTC. L'agrément sera conditionné à une vérification de l'honnêteté et de la réputation du *trader* et au suivi d'une formation spécifique sanctionnée par un examen. Les plates-formes de négociation proposant des produits au comptant ou dérivés devront également obtenir un agrément de la CFTC. L'agrément sera conditionné au respect d'un ensemble de règles visant à prévenir les abus de marché, assurer son bon fonctionnement et son intégrité, instaurer des limites de positions, assurer la transparence du marché et la bonne gouvernance de la plate-forme. Ces règles sont relativement similaires aux règles définies par la directive MIF en Europe. Par ailleurs, le projet de loi ouvre la possibilité pour la CFTC de créer une plate-forme de négociation sur le marché au comptant de sa propre initiative.

III. Encadrement du gré à gré et post marché

Les deux projets de loi visent à encadrer fortement le recours aux marchés de gré à gré. Le projet de loi *Waxman-Markey* place les dérivés sur quotas dans le régime commun des dérivés sur produits de base agricoles : le gré à gré est donc interdit, mais avec des

exemptions pour les transactions dont une des contreparties est un consommateur du produit (ce qui représente 60% des transactions). Le projet de loi *Feinstein-Snowe* rend également obligatoire le passage par une plate-forme d'échange et une chambre de compensation pour toute transaction sur le marché au comptant. Pour le marché dérivé, le gré à gré n'est autorisé que pour des transactions non standardisées¹⁵³. Les transactions de gré à gré doivent cependant dans ce cas être déclarées auprès de la CFTC et être prises en compte dans l'évaluation des expositions au risque de marché des deux contreparties.

Le projet de loi *Feinstein-Snowe* prévoit également la mise en place d'infrastructures de *post-marché*, qui visent à garantir un haut niveau de transparence sur les transactions réalisées. Il invite la CFTC à s'assurer de la mise en place d'une chambre de compensation pour les transactions au comptant, la « *Carbon Clearing Organization* », chargée du processus de règlement livraison sur les transactions au comptant, qui pourra, le cas échéant, s'appuyer sur une chambre de compensation existante. Il définit l'ensemble des obligations opérationnelles qui lui incombent. Il prévoit la mise en place d'un système de cotation automatique (« *Automated Quotation Systems* »), relié aux plates-formes d'échanges, pour consolider et publier de manière efficace et homogène les données sur les volumes à l'achat et à la vente, les volumes échangés, l'encours ouvert, les prix d'ouverture et de clôture du marché.

Afin d'assurer la transparence du marché, *Feinstein-Snowe* impose, en plus du système de cotation automatique, une obligation de conservation des données sur les transactions réalisées à l'ensemble des participants et oblige les intermédiaires enregistrés à rendre public chaque jour le volume des échanges sur les instruments régulés (instruments au comptant et dérivés).

IV. Abus de marché

Si le projet de loi *Waxman-Markey* se limite à fixer pour objectifs au régulateur la prévention des fraude et des abus de marché, *Feinstein-Snowe* interdit et définit manipulations et fraudes, sur les marchés organisés et de gré à gré, comme :

- les manipulations de marché telles que définies, de manière relativement large, par le Securities Exchange Act¹⁵⁴;
- les stratégies de « *squeeze* » du marché ;
- les stratagèmes visant à tromper une tierce personne ;

¹⁵³ Les transactions qui peuvent être négociées doivent ne vérifier aucune des conditions suivantes : i) la transaction est conclue sur le fondement du prix d'un instrument admis à négociation sur un marché organisé régulé, ii) le prix de la transaction est rendu public ou communiqué à une tierce partie, iii) le prix de la transaction sert de référence à une autre transaction iv) la transaction représente des volumes significatifs v) la valeur de la transaction est d'un niveau significatif au regard de la valeur du marché sous-jacent

¹⁵⁴ Le texte renvoie à la section 10b de l'American Security Exchange Act de 1934 (US.C 15 78j) : "it shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.

- les actions ou stratégies visant à créer une fausse impression d'activité, en particulier les transactions n'aboutissant pas à un changement de propriété sur l'instrument concerné, le passage d'ordre de vente ou d'achat lorsque la personne passant l'ordre sait que des ordres similaires ont déjà été passés par la même ou une autre entité.

En revanche, aucun des projets de loi n'a élaboré de définition spécifique de l'information privilégiée sur le marché du CO₂ : *Feinstein-Snowe* fait uniquement référence aux interdictions de délits d'initiés mentionnées dans le *Securities Exchange Act* de 1934.

Les deux projets de loi invitent les autorités de régulation à définir des limites sur les transactions ou les positions. *Feinstein-Snowe* prévoit même que les limites portent sur des positions agrégées, prenant en compte l'équivalent CO₂ des positions prises sur le gaz et l'électricité *e.g.* un position, longue ou courte sur le marché du gaz serait traduite (selon une méthodologie non définie mais qui pourrait être fonction de la corrélation existant entre ces deux marchés) en position équivalente sur le prix du CO₂ et agrégée aux positions ouvertes directement sur le marché du CO₂. Ils prévoient cependant une exemption pour les transactions liées à des activités de couverture (« *bona fide hedge* »). Enfin, le projet de loi Feinstein-Snowe prévoit l'interdiction des ventes à découvert, sauf autorisation expresse donnée par la CFTC.

ANNEXE VII – Les diverses qualifications juridiques des quotas de CO₂ en Europe et dans le monde

PAYS	<i>Quel est le statut juridique existant/envisagé des quotas de CO₂ ?</i>	<i>Le statut des quotas est-il différent selon qu'il s'agit de quotas issus des mécanismes internationaux du Protocole de Kyoto, ou de quotas propres au marché domestique existant ou envisagé ?</i>	<i>Les dérivés sur quotas ou crédits internationaux relèvent-ils de la catégorie des instruments financiers ?</i>
Allemagne	<p>Les quotas de CO₂ au comptant n'ont pas de statut juridique clair.</p> <p>Néanmoins, au titre de l'article 15 de la loi fédérale sur le négoce des quotas de CO₂, les quotas ne sont pas des valeurs mobilières.</p> <p>Au sein de la littérature juridique allemande, le statut des quotas de CO₂ est un sujet de discussion controversé. Ils sont parfois présentés comme des « droits subjectifs des administrés » ou des biens meubles incorporels. Dans les milieux financiers, ils sont communément assimilés simplement à des « commodités ».</p> <p>L'Allemagne a décidé explicitement de ne pas qualifier les quotas de CO₂ en tant qu'instruments financiers, afin que l'accès au marché des quotas de CO₂ ne soit pas limité</p>	<p>Non.</p> <p>Au regard de la loi sur le négoce des quotas de CO₂, les quotas internationaux liés aux mécanismes de projet (CER et CERU) sont équivalents aux quotas du système ETS (EUA). Les quotas de Kyoto (AAU) n'ont pas de statut juridique.</p>	<p>Oui.</p> <p>Au regard de la loi sur le négoce des quotas de CO₂, les quotas internationaux liés aux mécanismes de projet (CER et CERU) sont équivalents aux quotas du système ETS (EUA). Les quotas de Kyoto (AAU) n'ont pas de statut juridique.</p>

	<p>uniquement aux institutions qui disposent d'une autorisation pour le négoce de titres financiers.</p> <p>En mai 2009, les quotas de CO₂ ont été intégrés dans le champ d'application de l'article 20a de la loi fédérale relative aux transactions sur valeurs mobilières, qui encadre les opérations financières. Avec cet article, relatif à l'interdiction des manipulations du marché, les compétences de surveillance des autorités sont donc étendues désormais aux quotas de CO₂ au comptant, tant pour les échanges sur les bourses que pour les échanges de gré à gré.</p>		
Australie	<p>Les quotas de CO₂ sont des biens meubles.</p> <p>Le projet de loi <i>Carbon Pollution Reduction Scheme Bill</i> 2010 nécessaire à l'introduction d'un marché d'échange et à la création de l'Autorité nationale compétente a été présenté au Parlement pour la troisième fois le 2 février 2010 (il avait été rejeté à deux reprises en 2009). Le Sénat a reporté le débat et le vote à Mai 2010.</p> <p>Comme en France, les quotas sont des biens meubles exclusivement matérialisés par une inscription au compte de leur détenteur dans le registre national mentionné à la section 145 du projet de loi. Ils seront négociables, transmissibles par virement de compte à compte et conféreront des droits identiques à leurs détenteurs. Ils pourront être cédés dès leur délivrance. L'autorité publique n'aura pas le pouvoir de les invalider, sauf en cas de fraude.</p>	<p>Non.</p> <p>Leur statut est le même. Section 116 B du projet de loi.</p> <p>Suite à la ratification en 2007 par l'Australie du Protocole de Kyoto, la création du registre national (<i>Australian National Registry of Emissions Units</i>) en décembre 2008 permet aux opérateurs australiens de participer aux mécanismes internationaux du Protocole de Kyoto et d'acquérir et vendre des quotas de Kyoto sur le marché du carbone international.</p>	<p>Oui.</p> <p>Ils sont déjà considérés comme des produits financiers et soumis à la réglementation susmentionnée.</p> <p>Il est envisagé que les quotas nationaux et les quotas internationaux éligibles soient soumis à la réglementation s'appliquant aux « produits financiers » au sens du chapitre 7 (section 763A) du droit des sociétés (<i>Corporations Act 2001</i>) et de la Division 2, Partie 2 de l'<i>Australian Securities and Investments Commission Act 2001 (ASIC Act)</i>. Le projet de loi (<i>Carbon Pollution Reduction Scheme Bill</i> de 2009) prévoyait un amendement de ces actes à cet effet.</p>

Autriche	<p>Les quotas de CO₂ sont des biens meubles.</p> <p>Selon l'art. 3 de la loi autrichienne sur les permis d'émission « Emissionszertifikatengesetz », (EZG), parue au JO autrichien BGBl I no. 135 de 2004), le terme « <i>permis d'émission</i> » signifie : « <i>le permis qui autorise d'émettre une tonne d'équivalent CO₂ pendant une certaine période</i> ». Selon le § 22 de la loi « EZG », « <i>les permis d'émissions ont la nature juridique de biens meubles et sont négociables à des bourses de marchandises</i> ».</p>	<p>Non.</p> <p>Comme en France, les quotas internationaux et les quotas correspondant au fonctionnement du marché domestique européen ont la même qualification juridique.</p> <p>Il ressort du § 1 de la loi sur les permis d'émission précitée que l'objectif de la présente loi est la création d'un système d'échange pour les permis d'émission de gaz à effet de serre afin d'atteindre les objectifs de Kyoto. Selon le § 31 de la même loi, « la présente loi transpose la directive 2003/87/CE ».</p>	<p>Oui.</p> <p>La loi sur le secteur bancaire « Bankwesengesetz », ne mentionne pas expressément les dérivés sur quotas. Toutefois, conformément à l'annexe 2 point 5 de l'art I, § 22 de cette loi, qui énumère les différents types de dérivés, sont considérés comme dérivés les différents produits définis dans la directive MIF.</p>
Belgique	<p>Les quotas de CO₂ sont des autorisations administratives.</p> <p>D'après le décret flamand du 2 avril 2004, le décret wallon du 10 novembre 2004 et l'ordonnance du Gouvernement de la Région de Bruxelles-Capitale du 31 janvier 2008 :</p> <p>« <i>Quota : un quota autorisant à émettre une tonne d'équivalent dioxyde de carbone au cours d'une période de référence spécifiée, valable uniquement pour respecter les exigences du</i></p>	<p>Non.</p> <p>La détention et l'utilisation d'unités de Kyoto (UQA, URE ou URCE) sont réglées par l'accord de coopération entre l'État fédéral et les 3 régions du 19 février 2007.</p>	<p>Oui.</p> <p>Les instruments financiers qui portent sur des quotas de CO₂ sont soumis à la réglementation sur les marchés financiers, en application des Arrêtés royaux des 27 avril, 3 juin et 19 juin 2007.</p>

	<i>présent décret [arrêté], et transférable conformément aux dispositions de ce dernier ».</i>		
Brésil	<p>Les quotas de CO₂ pourraient être considérés comme une valeur mobilière.</p> <p>La nature juridique des quotas constitue un thème controversé, encore en discussion. La définition de la nature juridique des CER comme valeurs mobilières est la plus défendue au Brésil, par les milieux académiques, les investisseurs et proposée par le Législateur. Le projet de Loi 493/2007 « <i>disposant sur l'organisation et la régulation du marché de carbone à la bourse des valeurs de Rio de Janeiro à travers l'émission de certificats de réduction d'émissions (CER) dans les projets de mécanisme de développement propre (MDL)</i> », du Congrès National prévoit à l'article 4 qu'« <i>en tant que titre, les CER, possèdent une nature juridique de valeur mobilière pour effet de réglementation, fiscalisation et sanction de la part de la Commission des Valeurs Mobilières – CVM – se soumettant au Régime de loi 6.385 du 7 décembre 1976</i> »</p>	<p>Non.</p> <p>Le statut légal envisagé correspond à la qualification juridique prévue par le Protocole de Kyoto.</p> <p>Le projet de Loi 493/2007 du Congrès National prévoit la définition des quotas comme biens meubles : « <i>Une Réduction Certifiée d'Emission (CER) est un titre correspondant à une unité émise, en conformité avec l'article 12 du Protocole de Kyoto, égale à une tonne métrique équivalente de dioxyde de carbone (CO₂)</i> »</p> <p>La Fondation Getulio Vargas et la Banque Nationale de Développement Economique et Social entrevoient l'installation de mécanismes pour le marché brésilien, sous la forme de création d'actifs internes, attractifs pour les investisseurs étrangers. Selon ce projet, la BNDES jouerait un rôle de catalyseur des activités d'absorption et réduction des polluants à être entrepris dans le pays, sur un modèle structuré en conformité avec le modèle international. Au final de ce processus, en sortiraient des actifs propres, comme des quotas de Fonds d'Investissement et principalement, les CER de registre domestique, à être négociés tant sur le</p>	<p>Non : pas de statut juridique défini.</p> <p>Les opérations couvrant les CER ont une nature juridique controversée au Brésil.</p> <p>Actuellement, tout porte à croire que les CER pourraient être réglementés au même titre que les produits dérivés, d'autant plus que la notion même de produit dérivé est en train d'être repensée.</p>

		<p>marché primaire, par le biais d'enchères publiques réalisés par la BNDES, que sur le marché secondaire, en bourse.</p> <p>Le Ministère du Développement, de l'Industrie et du Commerce extérieur (MDIC) discute l'organisation d'un marché à terme pour les crédits de carbone, qui nécessiterait sa réglementation par la Commission des Valeurs Mobilières (CVM), afin que les projets brésiliens de MDP (Mécanisme de Développement Propre) approuvés par le <i>Executive Board</i> du Protocole de Kyoto (il en existe plus de 150) puissent être traduits en valeurs mobilières, négociables dans le marché des futures.</p>	
Bulgarie	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique (mais les UQA pourraient être qualifiées de « biens »).</p> <p>Un projet de modification de la loi sur la protection de l'environnement rédigé par le ministère de l'Environnement prévoit que les unités de quantité attribuée qui font l'objet de commerce entre les États sont « <i>des biens privés de l'État qui représentent un produit particulier, objet de commerce international selon l'art. 17 du Protocole de Kyoto</i> ». Le projet va être circulé pour avis des institutions concernées et pourra être modifié jusqu'à son adoption par l'Assemblée nationale.</p>	Non.	Pas de réponse.

Canada	<p>A l'étude, pas de réponse officielle des autorités canadiennes.</p> <p>Les crédits compensatoires pour les gaz à effet de serre n'existent pas aujourd'hui au Canada. Au niveau Fédéral, le Service des Affaires législatives et réglementaires –Régimes d'échanges d'Environnement Canada, Ministère en charge du dossier rappelle que le gouvernement n'a pas pris de décision sur la création d'éventuels crédits et ne souhaite pas se prononcer sur les statuts juridiques envisageables.</p> <p>Le projet « <i>Prendre le virage</i> », cadre réglementaire sur les émissions industrielles de gaz à effet de serre publié en 2008 et mis à jour en 2009 pour être écarté <i>sine die</i> en janvier 2010 disposait simplement que :</p> <p>« <i>Chaque crédit compensatoire représentera la réduction ou la suppression d'une tonne d'émissions de gaz à effet de serre (équivalent en dioxyde de carbone). Les crédits compensatoires peuvent être échangés ou mis en banque. Le règlement proposé sur les émissions atmosphériques établira les règles selon lesquelles les entités réglementées pourront</i></p>	<p>A l'étude, pas de réponse officielle des autorités canadiennes.</p>	<p>Il n'y a pas de statut des dérivés sur quotas de CO₂ au niveau fédéral.</p> <p>Au niveau des provinces, la situation varie d'une province à l'autre. L'autorité des marchés financiers du Québec, où se trouve le Marché climatique de Montréal l'une des 3 bourses canadiennes pour les produits dérivés des crédits compensatoires, a approuvé ces dérivés en tant que contrats financiers lors de la création du Marché.</p>

	<p><i>utiliser les crédits compensatoires à des fins de conformité ».</i></p> <p>Au niveau provincial, l'étude publiée en octobre 2009 par Western Climate Initiative qui réunit 7 États américains et du côté canadien les provinces les plus avancées (Colombie Britannique, Manitoba, Ontario et Québec), s'inspire des marchés de produits de base d'une part et d'autre part des actions et obligations pour construire un modèle du marché des crédits compensatoires et dérivés.</p>		
Chine	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique.</p> <p>Dans la mesure où la Chine ne fait pas partie des signataires du Protocole de Kyoto « de l'Annexe 1 » (tenus par les engagements de réduction du niveau d'émission), aucun texte chinois ne fait référence aux quotas. Les unités de réduction certifiée des émissions (URCE) sont en revanche visées par les mesures d'application du mécanisme de développement propre (MDP) au niveau national : <i>Mesures sur les projets CDM</i> (promulguées et entrées en vigueur le 12 octobre 2005). Le texte complet est disponible à l'adresse suivante :</p> <p>Ce texte définit sommairement le régime juridique des URCE : propriété du Gouvernement</p>	<p>Non.</p> <p>Les seules dispositions du droit chinois applicables aux crédits-carbone sont celles mentionnées en réponse à la question 1.</p> <p>Pour les <i>Voluntary Emission Reduction</i> le « Panda Standard » est en cours de définition. Il s'agit un ensemble de règles se basant sur la norme ISO14064-2 et auxquelles doit répondre un projet pour bénéficier de la dénomination « Panda Standard ». Cette initiative menée par BlueNext et CBEEX (China Beijing Environmental Exchange) a pour objectif de donner un cadre aux réductions d'émissions volontaires en Chine. Ce mécanisme ne s'appuie sur aucun traité international et n'a pas de cadre juridique défini.</p>	<p>Non.</p> <p>La notion d'instruments financiers n'existe pas en droit financier chinois qui s'en tient à une définition énumérative des valeurs mobilières, à savoir les actions, les obligations, les bons du trésor, les parts cotées de fonds d'investissement en valeurs mobilières et toute autre valeur mobilière reconnue par le Conseil d'État (<i>Loi sur les valeurs mobilières</i> en date du 27 octobre 2005).</p> <p>Seul le droit comptable propose une définition des instruments financiers, afin de préciser le traitement comptable des engagements financiers des institutions financières (Circulaire [2005] n°14 du Ministère des Finances promulguée le 30 août 2005, articles 2 et 3). La</p>

	<p>chinois en tant que ressource inexploitée jusqu'à la mise en œuvre d'un projet CDM (ce qui justifie un prélèvement fiscal de 2% à 65% du prix de vente effectué par le Gouvernement), les URCE sont ensuite vendues par le promoteur du projet CDM.</p> <p>Cependant, ni ce texte ni aucun autre texte chinois ne prend la peine de subsumer les URCE dans une catégorie juridique préexistante dont découlerait un régime juridique plus détaillé. Les URCE en droit chinois ont un <u>statut <i>ad hoc</i></u> même si l'on peut les rattacher, à l'instar de l'administration de contrôle des changes ou SAFE (State Administration of Foreign Exchange), aux « actifs immatériels ».</p>	<p>Depuis janvier 2008 la bourse de Hong Kong (Hong Kong Exchanges & Clearing) projette la création d'une plate-forme d'échange sur le CO₂, mais sa mise en place a jusque ici été repoussée.</p>	<p>définition comptable des instruments financiers inclut notamment les dérivés de change, de taux, de crédit, de valeurs mobilières, les dérivés sur le cours des matières premières, et autres sous-jacents similaires, mais ne fait pas référence aux dérivés sur quotas ou crédits internationaux de CO₂.</p> <p>Il n'existe d'ailleurs pas de réglementation financière visant expressément les dérivés sur quotas ou crédits internationaux de CO₂. En 2004, le régulateur bancaire chinois (CBRC) a autorisé les banques présentes en Chine, sous réserve d'obtention d'une licence, à conclure des contrats de produits dérivés définis comme des « <i>contrats financiers dont la valeur est déterminée par référence à un ou plusieurs actifs ou indices financiers</i> » (CBRC [2004] n°1, article 2). Ce texte général pourrait constituer le fondement juridique permettant aux banques de demander, au cas par cas, à CBRC l'autorisation de conclure des contrats de dérivés sur crédits-carbone. Mais, alors que des réglementations spécifiques à divers catégories de sous-jacents ont été promulguées, il n'en existe pas encore pour les dérivés sur quotas ou crédits internationaux de CO₂.</p> <p>Néanmoins, d'après des informations obtenues officieusement de la CBRC, la Banque centrale de Chine et la CBRC envisageraient de rédiger un texte encadrant les conditions dans lesquelles les banques présentes en Chine pourraient conclure</p>
--	---	--	---

			<p>des dérivés sur quotas ou crédits internationaux de CO₂.</p> <p>Par ailleurs, il n'existe pas à ce jour de produits dérivés sur quotas ou crédits internationaux de CO₂ libellés en yuan mais seulement des produits dérivés libellés en devises provenant du marché international</p>
Corée du Sud	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique.</p> <p>Aucune législation nationale ne définit un statut légal des quotas de CO₂.</p> <p>2/ La loi sur la croissance verte (votée en décembre 2009) décrit seulement le concept de quota. Mais le statut juridique des quotas et tous les détails de leur implantation doivent être mis en place par une loi sur le « Marché carbone national » (National cap and trade) qui sera votée indépendamment.</p>	Non.	Pas de réponse.
Danemark	<p>Les quotas de CO₂ sont des biens.</p> <p>Les quotas sont définis au paragraphe 2 de la loi consolidée LBK n° 348 du 09/05/2008, dite loi sur les quotas de CO₂, comme « <i>une preuve du droit à émettre une tonne d'équivalent CO₂ sur une période définie</i> ». Ils sont considérés comme des biens indifférenciés.</p>	<p>Oui.</p> <p>Les quotas issus des mécanismes internationaux du Protocole de Kyoto (CDM et JI) et les quotas européens n'ont pas la même qualification juridique.</p> <p>L'article 21-a de la loi LBK n° 348 du 09/05/2008 explicite les conditions d'utilisation des crédits</p>	<p>Oui.</p> <p>Tous les produits dérivés dont la valeur sous-jacente est le quota de CO₂ sont considérés comme des instruments financiers. L'autorité de supervision financière (<i>Finanstilsynet</i>) a rendu une décision le 12 juillet 2004 dans laquelle elle confirme que les quotas de CO₂ ne sont pas des produits financiers, mais que les dérivés des</p>

	<p>Les paragraphes 24 et 25 de cette même loi détaillent les conditions à remplir pour pouvoir vendre ou acquérir des quotas de CO₂ : §24 <i>Le Ministère du Climat et de l'Énergie établit un registre dans lequel sont enregistrées toutes les informations concernant la distribution, cession, annulation ou rétrocession des quotas de CO₂ ou de crédits issus des mécanismes CDM ou JI. Toute personne physique ou morale peut créer un compte dans ce registre afin d'enregistrer ses quotas et crédits. [...]</i> §25 <i>Tout achat ou vente d'un quota ou d'un crédit dans le registre doit être rapporté au Ministère du Climat et de l'Énergie qui doit l'enregistrer. »</i></p>	<p>issus des mécanismes internationaux du Protocole de Kyoto.</p>	<p>quotas de CO₂ sont des produits financiers compris dans l'annexe 5 de la loi sur les entreprises financières et sont par conséquent régis par cette loi.</p>
<p>Espagne</p>	<p>Les quotas de CO₂ sont des droits échangeables au sens du droit civil.</p> <p>La Loi 1/2005 qui régule le commerce de droits d'émission en Espagne qualifie les droits d'émission comme « le droit subjectif à émettre une tonne de CO₂ équivalent ».</p> <p>Sur cette base, le rapport 1/08 de la « Abogacía General del Estado » (Service juridique de l'État) et de la Direction du service juridique qualifie les droits d'émission comme des droits subjectifs immatériels et transmissibles pouvant faire l'objet de contrats d'achat-vente civils.</p>	<p>Non.</p>	<p>Oui.</p> <p>Loi 24/1988 du sur le Marché des Valeurs dispose :</p> <p>Article 2 :</p> <p>« Sont compris dans le cadre de la présente loi les instruments financiers suivants :</p> <p>8/ Les contrats d'options, futurs, contrats d'échanges, accords de taux d'intérêts à terme et autres contrats d'instruments financiers dérivés relatifs à des variables climatiques, à des tarifs de fret, à des <u>autorisations d'émission</u> ou à des taux d'inflation ou d'autres statistiques économiques officielles devant ou pouvant être</p>

	<p>Les droits d'émission n'ont pas été qualifiés comme actifs financiers dans la régulation espagnole car ils ne figurent pas dans l'article 2 de la Loi 24/1988 du Marché des Valeurs. Dans ce sens, on peut dire que pour cette loi, il s'agit de biens indifférenciés (commodities).</p> <p>Référence en droit national: Loi 1/2005 du 9 mars 2005 régulant le régime de commerce des droits d'émission de gaz à effet de serre. Loi 24/1988 du 24 juillet 1988 sur le Marché des Valeurs.</p>		<p><i>payés en espèce à la demande d'une des parties (pour des motifs autres que le non respect ou autre incident amenant la résiliation du contrat), ainsi que tout autre contrat d'instruments financiers dérivés relatifs aux actifs, droits, obligations, indices et mesures non mentionnés dans les alinéas antérieurs de cet Article, présentant les caractéristiques d'autres instruments financiers dérivés, en tenant compte, entre autres choses, s'ils sont négociés dans le cadre d'un marché régulé ou d'un système multilatéral de négociation, s'ils sont payés au travers de chambres de compensation reconnues ou s'ils font l'objet d'ajustements réguliers des marges de garantie.</i></p>
Estonie	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique.</p>	Non.	Pas de réponse.
Finlande	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique.</p> <p>Les quotas n'entrent cependant pas dans la liste des instruments financiers.</p>	Non.	<p>Oui.</p> <p>Loi sur les entreprises d'investissement du 26.10.2007/n°922), Section 4.</p>
Grèce	<p>Les quotas de CO₂ sont des autorisations administratives.</p>	Non.	Non.

	Décision ministérielle 54409/2632/2004 (JO grec 1931B' du 27 décembre 2004) qui transpose la directive 2003/87/CE. La décision ministérielle adopte la même définition du quota que la directive 2003/87/CE.		
<i>Hongrie</i>	Les quotas de CO2 sont considérés comme des droits de propriété transmissibles.	Non.	Non.
<i>Inde</i>	Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique. L'Inde a annoncé la création au mois de juin 2010 d'un système de d'échanges sur la base d'objectifs de réduction de consommation d'énergie fixés aux entreprises indiennes très consommatrices d'énergie.	Non.	Non précisé.
<i>Irlande</i>	Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique définie. Conformément à l'article 56 (1) (a) de la directive du Conseil 2006/112/C, le transfert de quotas d'émission est imposé comme une prestation de service, lorsqu'il est effectué à titre onéreux par un assujetti. Selon l'article 5 (6) (e) (ii), et par. (i), de la quatrième annexe de la Loi sur la TVA, ces services sont imposables sur le lieu de réception.	Non.	Oui.

	En matière de comptabilité, ces allocations sont traitées comme des actifs non tangibles.		
Italie	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique définie.</p> <p>La directive 2003/87 a été transposée par le décret législatif du 4 avril 2006, n. 216, qui définit ainsi les quotas d'émission : « <i>le droit d'émettre une tonne d'équivalent-dioxyde de carbone au cours d'une période spécifiée ou de périodes successives, valable uniquement pour respecter les exigences de ce décret législatif, et transférable conformément aux dispositions de ce même décret</i> ». Cette définition reprend celle de la directive et ajoute seulement la précision suivantes : « <i>ou de périodes successives</i> ».</p> <p>Les autorisations d'émissions de gaz à effet de serre sont délivrées par le ministère de l'Environnement, au travers du Comité de gestion et de transposition de la directive 2003/87 (décret loi n. 273 du 12 novembre 2004, converti par la loi 316/2004).</p>	Non.	<p>Oui.</p> <p>Le Texte unique sur la finance définit les instruments financiers. Ainsi l'art. 1 al. 2 lettre j) précise que sont des instruments financiers : « les contrats d'option, contrats financiers à terme standardisés (« future »), « swap », contrats à terme sur des taux d'intérêt et autres contrats dérivés connexes à variable climatique, tarifs de fret, quotas d'émission, taux d'inflation ou autres statistiques économiques officiels, dont le paiement doit être réglé en espèce ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident amenant la résiliation ». Cette définition reprend celle du code des marchés financiers français.</p> <p>La première plate-forme italienne pour l'échange d'autorisations d'émission (appelées « <i>permessi spot</i> ») a été mise en place.</p>
Japon	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique définie.</p> <p>Au Japon, il n'y a pas de loi qui définit la qualification juridique des quotas. Il n'existe</p>	<p>Oui. Présomption de bien meuble, mais non traduit dans la loi.</p> <p>La loi pour la promotion des mesures contre réchauffement climatique définit le crédit Kyoto.</p>	<p>Non.</p> <p>La loi sur le commerce des produits financiers ne mentionne pas les dérivés des crédits issus des mécanismes du Protocole de Kyoto.</p>

	<p>(pour l'instant) pas de cadre juridique pour le marché carbone domestique ni pour les quotas internationaux.</p>	<p>L'article 2-6 de la loi pour la promotion des mesures contre réchauffement climatique (Loi N° 117 de l'année 10 de l'ère Heisei - 1998) définit les crédits issus des mécanismes du Protocole de Kyoto (AAU, RMU, CER, ERU, tCER, ICER). Le chapitre 6 mentionne les règles concernant l'installation d'un registre par pays et le virement des crédits. Cependant ces règles ne définissent pas le statut juridique des crédits issus des mécanismes du Protocole de Kyoto.</p> <p>Le Ministère de l'Environnement a organisé un comité pour étudier la législation du système de registre et publié en octobre 2006 un rapport intitulé « <i>Etude sur les points juridiques concernant la législation du système de registre par pays sur la base du Protocole de Kyoto</i> ». D'après ce rapport, « <i>On peut considérer que le crédit est immatériel mais dispose d'un caractère similaire à des biens meubles. Nous sommes d'accord sur la nécessité de définir un statut juridique des crédits carbone, soit par la création d'une législation ad hoc, soit par la jurisprudence. Cependant, compte tenu de l'importance de l'influence que cela peut poser sur le système du droit civil et de la nécessaire coordination au niveau mondial, nous avons conclu que cela n'était pas opportun, pour le moment, de traduire le statut juridique du crédit comme un bien meuble dans la loi.</i> »</p>	
Lituanie	Les quotas de CO ₂ n'ont pas de qualification	Non.	Oui.

	<p>juridique définie.</p> <p>Pour l'application de la TVA, les quotas sont cependant considérés comme des biens meubles.</p>		
Malte	<p>Les quotas de CO₂ sont considérés comme des biens.</p>	<p>Pas de réponse.</p>	<p>Pas de réponse.</p>
Mexique	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de statut juridique.</p>	<p>Non.</p>	<p>Aucune référence en droit national.</p>
Norvège	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique définie.</p> <p>La qualification juridique des quotas n'est pas explicitement définie par la législation norvégienne.</p> <p>Les quotas de CO₂ sont qualifiés d'instruments financiers lorsqu'ils remplissent les conditions définies à l'article 2-1 (3) du règlement sur les valeurs mobilières du 29-06-2007 nr 876 (notamment règlement comptant, marché réglementé).</p> <p>Les transactions sur les quotas sont considérées comme des transactions de services (et non des marchandises) au sens de l'article 2 de la loi sur la taxe sur la valeur ajoutée (loi du 19 juin 1969</p>	<p>Non.</p> <p>La législation ne prévoit pas de qualification juridique distincte entre les quotas norvégiens, les quotas de l'UE et les quotas internationaux.</p> <p>Il ressort des articles 3-3 et 3-4 du règlement sur les quotas d'émission (23-12-2004 nr 1851) que les quotas européens ainsi que les quotas issus d'autres marchés mais reliés au système de quotas européen sont approuvés comme mode de règlement des obligations en matière de quotas au même titre que les quotas domestiques (§ 3-3). De même, selon l'article 3-4, les quotas issus des mécanismes de projets du protocole de Kyoto (JI et CDM) sont approuvés comme mode de règlement de l'obligation de quotas, au même titre que les quotas</p>	<p>Oui</p> <p>Les dérivés sur quotas sont des instruments financiers au sens de l'article 2-1 (3) du règlement sur les valeurs mobilières du 29-06-2007 nr 876 (reprenant le règlement européen nr. 1287/2006), notamment lorsqu'ils sont réglés au comptant et sont négociés sur un marché réglementé.</p>

	nr.66).	domestiques, mais dans certaines limites (limité à 13% et certains certificats sont exclus comme ceux provenant de projets de centrales nucléaires, reforestation etc).	
Nouvelle-Zélande	Les quotas de CO₂ sont des biens meubles.	Non.	Oui. Les dérivés sur quotas sont définis comme des titres de placement.
Pays-Bas	<p>Les quotas sont assimilés à des biens meubles.</p> <p>Si la loi néerlandaise ne précise pas explicitement le statut juridique des quotas de CO₂, les caractéristiques essentielles peuvent néanmoins être déduites des dispositions juridiques et réglementaires encadrant le marché des émissions aux Pays-Bas.</p> <p>La directive 2003/87/CE a été transposée principalement à travers une modification (le 30 septembre 2004) de la loi sur l'organisation de l'environnement (<i>Wet milieubeheer, Wm</i>), loi cadre sur la protection de l'environnement. Son Art.16 introduit notamment le marché d'émission aux Pays-Bas. Les « <i>droits d'émission</i> » y sont définis (<i>Wm Art. 1.1</i>), conformément à la directive européenne, comme un « <i>droit cessible attribué par les autorités publiques autorisant à émettre dans l'atmosphère une tonne équivalent carbone pendant une période donnée</i> ». La loi détermine</p>	<p>Non.</p> <p>La loi du 22 mars 2006 transposant la directive 2004/101/CE (<i>Implementatiewet EG-Richtlijn projectgebonden Kyoto-mechanismen</i>) et modifiant pour ce faire la loi sur l'organisation de l'environnement (<i>Wet milieubeheer, Wm</i>), a introduit les quotas issus des mécanismes internationaux (CER et ERU) dans l'organisation du marché des quotas de CO₂. Les mêmes règles générales de droit privé s'appliquant explicitement (<i>Wm 16.37a et 16.42a</i>) à ces quotas internationaux, sans préjudice de réglementations spécifiques, le raisonnement décrit reste valide et confère à ces derniers la même qualification juridique que les EUA.</p>	<p>Oui.</p> <p>La loi sur la supervision financière (<i>Wet op het financieel toezicht, Wft</i>) du 28 septembre 2006 inclut dans son article 1.1 les dérivés sur quotas dans la définition des instruments financiers. La supervision de ce marché est ainsi par définition placée sous la responsabilité et les règles de l'Autorité des marchés financiers (AFM), superviseur des marchés financiers. L'exposé des motifs de la loi de transposition de la directive 2003/87/CE détermine effectivement dès 2004 (§ 14.11) que les dérivés sur quotas rentrent bien dans la définition des valeurs mobilières de la loi Wte 1995 (Art. 1.1), remplacée depuis par la loi sur la supervision financière (<i>Wft</i>), et que la supervision du marché des dérivés sur quotas ne rentre pas dans le mandat et les qualifications de l'autorité néerlandaise des émissions (<i>Nea</i>).</p>

	<p>explicitement que ce droit d'émission est cessible à toute autre personne ou institution inscrite au registre prévu à cet effet aux Pays-Bas ou dans tout autre pays de l'UE (Wm Art.16.40). En tant que droit cessible auquel peut être attaché une valeur monétaire, le droit d'émission doit être considéré comme un droit patrimonial (« Vermogensrecht » 3:6 BW) selon la définition du code civil. De plus, selon l'article 3:1 du code civil, un droit patrimonial est un bien (« goed » 3:1 BW). Enfin, en application de la définition exclusive d'un bien immobilier à l'article 3:3 du code civil, il peut être conclu que les droits d'émissions peuvent être considérés comme des biens meubles (« roerend » 3:3 BW) au sens du code civil néerlandais. L'exposé des motifs de la loi de transposition de la directive 2003/87/CE détermine enfin (§ 14.11) que les quotas de CO2 ne peuvent être assimilés à des valeurs mobilières telles que définies dans la loi de supervision des échanges de titres, article 1 (<i>Wet toezicht effectenverkeer</i>, Wte 1995), remplacée en 2006 par la loi sur la supervision financière (<i>Wet op het financieel toezicht</i>, Wft).</p>		
Pologne	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de qualification juridique définie.</p> <p>Le droit polonais ne prévoit pas de qualification juridique de façon explicite pour les quotas de CO₂.</p>	Non.	Oui.

<p>République Tchèque</p>	<p>Les quotas de CO₂ sont des actifs.</p> <p>Selon la Loi n° 695/2004 les quotas européens sont à considérer comme une valeur d'actif. En comptabilité, l'EUA est reçu comme un don et enregistré comme un actif incorporel à long terme.</p>	<p>Non.</p> <p>La Loi n° 695/2004 dispose que les UQA sont la propriété de la République tchèque. Mais la propriété, comme pour les autres crédits (AUA, EUA, URCE, URE, UAB) est librement transférable. Les quotas internationaux peuvent donc être considérés comme une valeur d'actif.</p>	<p>Oui.</p> <p>Les dérivés sur quotas sont soumis à la Loi n° 256/2004 dite « <i>Loi sur les marchés financiers</i> » avec les mêmes implications que pour tout autre instrument financier (services financiers, surveillance ...).</p>
<p>Roumanie</p>	<p>Les quotas de CO₂ sont des instruments financiers.</p> <p>Le cadre juridique des quotas d'émission de gaz à effet de serre est régi par l'Avis n° 10/2010. Conformément aux dispositions de l'Avis n° 10 du 22/02/2010 rendu par la Commission Nationale des Valeurs Mobilières, les certificats d'émissions de gaz à effet de serre sont des instruments financiers.</p>	<p>Oui.</p> <p>Sont considérés comme valeurs mobilières les seuls certificats d'émission de gaz à effet de serre, et non les autres types d'instruments émis sur la base du Protocole de Kyoto (l'Avis n° 10 du 22/02/2010 renvoie seulement aux certificats d'émission de gaz à effet de serre).</p>	<p>Oui.</p> <p>Les produits dérivés qui ont pour actif support les certificats d'émission de gaz à effet de serre sont des instruments financiers, conformément aux dispositions de l'art. 7 alin.(1) pct.14¹ lit. j) de l'Ordonnance d'Urgence du Gouvernement n° 99/2006 concernant les institutions de crédit et l'adéquation du capital, selon lesquelles sont considérés comme instruments financiers « <i>les options, les contrats futures, les swap, les contrats forward sur le taux d'intérêt, et tout autre contrat dérivé concernant les variables climatiques, fret, approbations pour les émissions de substances, taux de l'inflation ou d'autres indicateurs économiques officiels, qui peuvent être décomptés en argent ou peuvent être ainsi décomptés à la demande d'une des parties (sauf les cas de non paiement ou tout autre incident menant à la résiliation) [...]</i> ».</p>
	<p>Les quotas de CO₂ sont considérés comme des</p>	<p>Non.</p>	<p>Oui.</p>

<p>Royaume –Uni</p>	<p>taxes.</p> <p>A l'heure actuelle l'office national des statistiques britanniques (ONS, équivalent de l'INSEE) traite les quotas d'émissions dans la catégorie des taxes (<i>tax</i>) ou subventions (<i>subsidy</i>), mais la première émission de quota n'est pas comptabilisée. En d'autres termes, lorsque les quotas sont mis aux enchères, ils sont considérés comme une taxe (les revenus des enchères EU-ETS apparaissent comme des taxes dans les prévisions budgétaires britanniques depuis novembre 2008), l'attribution gratuite étant considérée comme une subvention.</p>	<p>Dans la législation britannique sur la TVA, les quotas internationaux et les quotas correspondant au fonctionnement du marché domestique européen ont la même qualification juridique (fourniture de services – « <i>supply of services</i> »).</p>	<p>Les dispositions de la MIF sont traduites en droit britannique dans les articles 83, 84 et 85 de la loi de 2000 : <i>Regulated Activities Order to the Financial Services & Markets Act 2000</i>.</p>
<p>Russie</p>	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de statut juridique.</p> <p>Les modalités de la réalisation des projets de Mise-en-Ouvre Conjointe (MOC) en Russie sont définies par le Décret №843 daté du 28 Octobre 2009 sur « Les mesures applicables pour la réalisation de l'Article 6 du Protocole de Kyoto à la Convention-cadre des Nations unies sur le changement climatique (CCNUCC) ».</p> <p>Jusqu'à aujourd'hui, aucun document officiel n'a donné de définition du statut juridique des quotas. Le décret du 28 octobre 2009, notamment, donne en introduction (p2 de la PJ) une série de définitions, sans y inclure celle d'unité carbone.</p>	<p>Non.</p>	<p>Pas de statut.</p>
<p>Slovaquie</p>	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de statut juridique.</p>	<p>Non.</p>	<p>Oui.</p>

	<p>La loi 572/2004 Z.z. sur le commerce des quotas définit dans son §2 les notions de base. Ainsi, on entend par quota l'autorisation d'une tonne d'émission pendant un certain temps et dans le cas des gaz à effet de serre, l'autorisation d'émettre une tonne de CO₂. Les quotas de CO₂ n'ont aucun statut juridique spécifique ; cependant, étant donné que la loi définit leur commercialisation, les quotas de CO₂ sont implicitement considérés comme des marchandises.</p>		<p>La loi 566/2001 Z.z. sur les titres et les services d'investissement range les dérivés sur quotas parmi les instruments financiers. Le §5 qualifie pour les instruments financiers entre autres (j) les options, futures, swaps, « forwards » et autres dérivés concernant les changements climatiques, les tarifs de transport, les permis d'émission, les taux d'inflation ou les autres statistiques économiques officielles qui doivent être acquittées en espèce ou peuvent être acquittées sur la base du choix de l'une des parties contractantes.</p>
Slovénie	<p>Les quotas de CO₂ n'ont pas de statut juridique.</p> <p>Dans la loi slovène de protection de l'environnement, les quotas de CO₂ sont dénommés « droits à émettre ». Le législateur slovène ne les a pas encore qualifiés juridiquement. Le ministère slovène des finances a évoqué une qualification juridique d'instrument financier au même titre que les actions et a indiqué que les quotas de CO₂ pourraient être considérés au niveau comptable comme des actifs incorporels. En interministériel, les autorités slovènes ont décidé d'attendre l'examen des propositions de la Commission européenne sur le nouveau dispositif des enchères (attendues fin mars 2010) avant de se prononcer sur la qualification juridique des quotas de CO₂.</p>	<p>Non.</p> <p>L'article 125 de la loi slovène de protection de l'environnement précise que les deux espèces de quotas auront la même qualification juridique.</p>	<p>Non.</p> <p>Les dérivés sur quotas et les crédits internationaux ne sont pas référencés dans la loi nationale. Il n'y a actuellement encore aucune banque ou institution financière slovène engagée dans un négoce sur ces titres dérivés ou crédits internationaux.</p>

<p><i>Suède</i></p>	<p>Pas de statut clair.</p> <p>Le statut juridique des quotas d'émission en Suède dépend du contexte dans lequel on se place. Dans la proposition de loi 2004/05:18 « Echanges de quotas d'émission II » §5.5, le gouvernement indique que les quotas doivent être vus comme des instruments financiers, mais que la loi 1998:1479 sur la comptabilité des instruments financiers ne leur est pas applicable. Les quotas d'émissions ne rentrent donc pas dans la définition standard des instruments financiers à la fois du point de vue comptable et du point de vue de la TVA. Du point de vue de la TVA, l'agence des impôts considère que les quotas d'émission (au même titre que les certificats d'électricité renouvelable) sont des services régis par le §5 chapitre 5 de la loi sur la TVA (1994:200) et ne bénéficient pas de l'exemption liée aux transactions financières de l'article 13B 5 de la 6^e directive TVA (ou article 135.1 f de la directive TVA 2006/112). Bien que la loi sur l'impôt sur le revenu (1999:1229) définisse les quotas d'émission attribués comme des actifs circulants et en l'absence de norme internationale, les règles comptables concernant les quotas d'émission ne sont pas claires et diffèrent selon les sociétés. D'après les recommandations du conseil suédois de la comptabilité, les quotas d'émission peuvent être considérés comme des actifs immatériels (RR 15) et comme des subventions non monétaires (RR 28), valorisées à la juste valeur, mais il est aussi possible de les valoriser à zéro.</p>	<p>Non</p>	<p>Oui.</p> <p>Il n'est cependant pas fait mention des dérivés sur quotas dans la législation suédoise.</p> <p>Les commentaires du gouvernement dans le projet de loi sur le système d'échanges de quotas mentionnant que ceux-ci doivent être considérés comme des instruments financiers (cf. Q1), cela tend à indiquer que les dérivés sur quotas doivent également être considérés comme des instruments financiers.</p>
---------------------	---	-------------------	---

ANNEXE VIII - Implications juridiques et réglementaires de la qualification des quotas d'émissions de gaz à effet de serre en titres financiers en droit français

Rappel de l'ordonnancement juridique en droit français

- Article L. 211-1 Code Monétaire et Financier

I. - Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers.

II. - Les titres financiers sont :

1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
2. Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;
3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif.

III. - Les contrats financiers, également dénommés " instruments financiers à terme ", sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret.

- Article D211-1 A Code Monétaire et Financier

I.-Les contrats financiers mentionnés au III de l'article L. 211-1 sont :

1. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêt, des rendements, des indices financiers ou des mesures financières qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces ;
2. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident conduisant à la résiliation ;
3. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange et tous autres contrats à terme relatif à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, à condition qu'ils soient négociés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ;
4. Les contrats d'options, contrats à terme fermes, contrats d'échange et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, non mentionnés par ailleurs au 3, et non destinés à des fins commerciales, qui présentent les

caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte de ce que, notamment, ils sont compensés et réglés par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou font l'objet d'appels de couvertures périodiques ;

5. Les contrats à terme servant au transfert du risque de crédit ;

6. Les contrats financiers avec paiement d'un différentiel ;

7. Les contrats d'options, contrats à terme fermes, contrats d'échanges, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des variables climatiques, à des tarifs de fret, à des autorisations d'émissions ou à des taux d'inflation ou d'autres statistiques économiques officielles qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident amenant la résiliation ;

8. Tout autre contrat à terme concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures, non mentionné par ailleurs aux 1 à 7 ci-dessus, qui présente les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte de ce que, notamment, il est négocié sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, est compensé et réglé par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou fait l'objet d'appels de couvertures périodiques.

II. (Abrogé)

- **Article L. 211-2 Code Monétaire et Financier**

- Les titres financiers, qui comprennent les valeurs mobilières au sens du deuxième alinéa de l'article L. 228-1 du code de commerce, ne peuvent être émis que par l'État, une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation.

- **Article L. 228-1 Code de Commerce**

- Les sociétés par actions émettent toutes valeurs mobilières dans les conditions du présent livre.

Les valeurs mobilières sont des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, qui confèrent des droits identiques par catégorie.

Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions revêtent la forme de titres au porteur ou de titres nominatifs, sauf pour les sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la seule forme nominative, pour tout ou partie du capital.

Nonobstant toute convention contraire, tout propriétaire dont les titres font partie d'une émission comprenant à la fois des titres au porteur et des titres nominatifs a la faculté de convertir ses titres dans l'autre forme.

Toutefois, la conversion des titres nominatifs n'est pas possible s'agissant des sociétés pour lesquelles la loi ou les statuts imposent la forme nominative pour tout ou partie du capital.

Ces valeurs mobilières, quelle que soit leur forme, doivent être inscrites en compte au nom de leur propriétaire, dans les conditions prévues aux articles L. 211-3 et L. 211-4 du code monétaire et financier.

Toutefois, lorsque des titres de capital de la société ont été admis aux négociations sur un marché réglementé et que leur propriétaire n'a pas son domicile sur le territoire français, au sens de l'article 102 du code civil, tout intermédiaire peut être inscrit pour le compte de ce propriétaire. Cette inscription peut être faite sous la forme d'un compte collectif ou en plusieurs comptes individuels correspondant chacun à un propriétaire.

L'intermédiaire inscrit est tenu, au moment de l'ouverture de son compte auprès soit de la société émettrice, soit de l'intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier qui tient le compte titres, de déclarer, dans les conditions fixées par décret, sa qualité d'intermédiaire détenant des titres pour le compte d'autrui.

En cas de cession de valeurs mobilières admises aux opérations d'un dépositaire central ou livrées dans un système de règlement et de livraison mentionné à l'article L. 330-1 du code monétaire et financier, le transfert de propriété s'effectue dans les conditions prévues à l'article L. 211-17 de ce code. Dans les autres cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État.

<i>Régime / textes applicables aux instruments financiers</i>	<i>Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier</i>	<i>Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?</i>	
		<i>Avantages</i>	<i>Inconvénients</i>
<p>Corpus Prospectus Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive n° 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations</p>	<p>Non applicable car ne vise que l'offre au public de titres financiers ou leur admission sur un marché réglementé Inexistence d'un régime de nature similaire</p>	<p>« La présente directive ne s'applique pas: a) aux parts émises par les organismes de placement collectif du type autre que fermé; b) aux valeurs mobilières autres que des titres de capital émises par un État membre ou par l'une des autorités régionales ou locales d'un État membre, par les organisations publiques internationales auxquelles adhèrent un ou plusieurs États membres, par la Banque centrale européenne ou par les banques</p>	<p>Existence / Nécessité d'une mention explicite de la date de « caducité » du quota (date limite de restitution, quotas millésimés).</p>

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
<p>par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel</p> <p>Article L. 412-1 COMOFI</p>		<p>centrales des États membres ; »</p> <p>En conséquence, la description des quotas offerts et/ou admis n'offre que peu d'intérêt puisqu'ils présentent des caractéristiques intangibles</p> <p>Même logique s'agissant de la description de l'émetteur (États membres européens ou non)</p>	
<p>Corpus Abus de marché</p> <p>Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)</p> <p>Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes</p> <p>Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable</p>	<p>Le quota n'étant pas un instrument financier, le Corpus Abus de marché n'est applicable qu'aux contrats financiers reconnus comme tels dont les quotas sont les sous-jacents et non aux marchés au comptant de quotas.</p> <p>La présente directive s'applique à tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé d'au moins un État membre, ou pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée, que l'opération elle-même soit effectivement exécutée sur ce marché ou non.</p>	<p>Alignement du régime applicable aux quotas à celui déjà applicable aux dérivés sur quotas</p> <p>La définition suffisamment large de l'information privilégiée pourrait également permettre d'embrasser les informations relatives aux fondamentaux.</p>	<p>Les obligations de révélation des informations privilégiées privilégient le vecteur que constitue l'émetteur. Cette approche n'est pas directement transposable aux marchés des quotas dont l'émetteur est l'État.</p> <p>La référence au marché réglementé peut priver l'application de bon nombre de règles au marché du quota et de ses dérivés, dans la mesure ou ce marché</p>

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
<p>des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts</p> <p>Directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)</p> <p>Règlement (CE) n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers</p> <p>Articles L. 465-1 et s. COMOFI</p>	<p>Les articles 2, 3 et 4 s'appliquent également à tout instrument financier non admis à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre mais dont la valeur dépend d'un instrument financier visé au premier alinéa.</p> <p>L'article 6, paragraphes 1 à 3, ne s'applique pas aux émetteurs qui n'ont pas demandé ou accepté l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé dans un État membre.</p> <p>Inexistence d'un régime de nature similaire sur le marché au comptant des quotas</p>		<p>n'est pas qualifié de « réglementé »</p>
<p>Corpus MIF</p> <p>Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil</p> <p>DIRECTIVE 2006/73/CE DE LA COMMISSION du 10</p>	<p>Le corpus MIF s'applique de façon indirecte dans la mesure où :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la directive s'applique aux entreprises d'investissement et aux marchés réglementés - la définition de l'entreprise d'investissement renvoie à la 	<p>Alignement du régime applicable aux quotas à celui déjà applicable aux dérivés sur quotas.</p> <p>Bénéfice de l'ensemble des règles protectrices de MIF :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Encadrement des 	

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
<p>août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive</p> <p>Règlement (CE) N° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive</p>	<p>notion de service d'investissement</p> <ul style="list-style-type: none"> - la définition des services d'investissement renvoie à la notion d'instrument financier. <p>En conséquence, le corpus MIF ne s'applique qu'aux dérivés sur quotas et non aux quotas eux-mêmes</p>	<p>intermédiaires ;</p> <ul style="list-style-type: none"> - Protection des clients - Publicité et transparence des transactions 	
<p>Corpus Transparence</p> <p>DIRECTIVE 2004/109/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE</p> <p>DIRECTIVE 2007/14/CE DE LA COMMISSION du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de</p>	<p>Le quota n'étant pas un instrument financier, le Corpus Transparence n'est applicable qu'aux contrats financiers reconnus comme tels dont les quotas sont les sous-jacents - et seulement dans la mesure où ils sont négociés sur un marché réglementé - et non aux marchés au comptant de quotas</p>	<p>Aucun</p>	<p>Non applicable sauf à qualifier également le marché de marché réglementé.</p> <p>Obligations peu pertinentes car articulées autour de l'émetteur des valeurs mobilières concernées (le besoin de</p>

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé Articles L. 451-1-1 et s. COMOFI	La présente directive fixe des exigences concernant la divulgation d'informations périodiques et continues sur les émetteurs de valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un État membre.		transparence se concentre plus autour des données fondamentales (marchés de production et acteurs sur ces marchés)
Corpus Offres Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition Articles L. 433-1 et s. COMOFI	Non applicable	Non applicable La directive vise une offre publique (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national; Les titres sont définis comme les valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote dans une société;	Sans objet

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
<p>Corpus OPCVM DIRECTIVE 2009/65/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte)</p> <p>Directive 2007/16/CE de la Commission du 19 mars 2007 portant application de la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), en ce qui concerne la clarification de certaines définitions (Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)</p> <p>Articles L. 214-4¹⁵⁵, R. 214-1-1 et R. 214-13 du code monétaire et financier.</p>	<p>Eligibilité à l'actif des OPCVM :</p> <p>UCITS IV : Les quotas d'émission de gaz à effet de serre ne sont pas admissibles à l'actif des OPCVM coordonnés ni directement ni via un contrat financier (article 50 de la directive + <i>CESR's Advice to the European Commission on Clarification of Definitions concerning Eligible Assets for Investments of UCITS</i>, Janvier 2006)</p> <p>COMOFI ➤ Les quotas ne sont pas éligibles à l'actif des OPCVM suivants que ce soit directement</p>	<p>Cette qualification présenterait des avantages en terme de :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Liquidité : par large diffusion des quotas (la surface financière des OPCVM est très importante) ; - diversification des risques de l'OPCVM ; - décorrélation de l'évolution des quotas par rapport aux autres actifs de l'OPCVM (point discutable). 	<p>Seraient uniformément admissibles à l'actif des OPCVM y compris grand public :</p> <ul style="list-style-type: none"> - question de la valorisation de ces quotas par la SGP - problème de l'information du public - difficulté à déterminer les ratios applicables.

¹⁵⁵ Dans des conditions et limites fixées par décret en Conseil d'État, l'actif d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières comprend :

- a) Des instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 ;
- b) Des dépôts effectués auprès d'établissements de crédit français ou étrangers ;
- c) A titre accessoire, des liquidités.

Les sociétés d'investissement à capital variable peuvent posséder les immeubles nécessaires à leur fonctionnement.

Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières ne peut employer en titres d'un même émetteur plus de 5 % de ses actifs. Un décret en Conseil d'État fixe les cas et les catégories de titres pour lesquels il peut être dérogé à cette limite.

<i>Régime / textes applicables aux instruments financiers</i>	<i>Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier</i>	<i>Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?</i>	
		<i>Avantages</i>	<i>Inconvénients</i>
	<p>ou indirectement :</p> <ul style="list-style-type: none"> - OPCVM investissant moins de 10% OPCVM et fonds d'investissement, - OPCVM investissant plus de 10% OPCVM et fonds d'investissement, - fonds à formule, - fonds indiciels, - fonds ARIA, ARIA EL - OPCVM de fonds alternatifs - FCPR et FCPR allégés, FCPI, FIP - OPCVM d'épargne salariale <p>Les quotas d'émission ne font pas partie de la liste des actifs éligibles au sein des OPCVM, mentionnée aux articles L. 214-4 et R 214-1-1 du code monétaire et financier.</p>		

Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières peut procéder à des prêts et emprunts de titres et à des emprunts d'espèces dans la limite d'une fraction de ses actifs. S'agissant des emprunts d'espèces, cette limite ne peut être supérieure à 10 % des actifs.

Un organisme de placement collectif en valeurs mobilières ne peut détenir plus de 10 % d'une même catégorie de titres financiers d'un même émetteur. Un décret en Conseil d'État fixe les catégories de titres financiers ainsi que les conditions dans lesquelles il peut être dérogé à cette limite. Ce seuil est porté à 25 % lorsque l'émetteur est une entreprise solidaire mentionnée à l'article L. 3332-17-1 du code du travail.

<i>Régime / textes applicables aux instruments financiers</i>	<i>Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier</i>	<i>Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?</i>	
		<i>Avantages</i>	<i>Inconvénients</i>
	<p>Ils ne sont pas non plus admissibles <i>via</i> des contrats financiers, les contrats financiers que l'OPCVM peut conclure devant porter uniquement sur des sous-jacents eux-mêmes admissibles à son actif (R. 214-13)</p> <p>C'est seulement dans le cas où ils seraient considérés comme des « marchandises », que les quotas pourraient être admis à l'actif des OPCVM non coordonnés et uniquement sous forme de contrats sur indices de contrats sur matières premières ou de contrats sur matières premières. (R. 214-13 II). Dans ce cas peuvent représenter 10% de l'actif au max.</p> <p>➤ OPCVM Contractuels : (souscription réservée à des investisseurs qualifiés, art. L. 214-35-3) : sous réserve du</p>		

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
	<p>respect des conditions énoncées à l'article L. 214-35-2 du COMOFI, l'actif des fonds contractuels semble pouvoir comprendre des quotas d'émission que ce soit directement ou via des contrats financiers.</p> <p>➤ Les FCIMT semblent pouvoir conclure des contrats financiers ayant pour sous-jacent des quotas d'émission (R. 214-90). (souscription réservée à des investisseurs qualifiés, art. L. 214-42).</p> <p>Dans tous les cas, nécessaire information des porteurs <i>via</i> le prospectus du fonds.</p>		
Rôle du dépositaire d'OPCVM	Tenue de position sur les IFT ayant pour sous-jacent des quotas d'émission et le cas échéant sur les quotas eux-mêmes (pas d'obligations de restitution, simple constat de l'inscription à l'actif de l'OPCVM).	Sans effet.	

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
Rôle de la société de gestion de portefeuille	<p>➤ Obligation de valorisation des éléments d'actif de l'OPCVM, parmi lesquels, le cas échéant les quotas ou les contrats financiers les ayants pour sous-jacent.</p> <p>En effet, aux termes du I de l'article R. 214-19 du code monétaire et financier, « <i>Les OPCVM doivent pouvoir à tout moment valoriser de manière précise et indépendante leurs éléments d'actif et de hors-bilan</i> ».</p> <p>Conformément au iii du b du 2° du I de l'article R. 214-13 du code monétaire et financier, les instruments financiers à terme non négociés sur des marchés réglementés « <i>font l'objet d'une valorisation effectuée par l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières, qui ne se fonde pas</i></p>		Les quotas et contrats les ayants pour sous-jacent ne seront accessibles qu'aux OPCVM ayant les compétences pour les valoriser de manière indépendante.

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
	<p>uniquement sur des prix de marché donnés par la contrepartie » et qui satisfait aux critères mentionnés audit article. Cf. Instruction AMF n°2008-06 du 9 décembre 2008.</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Information des porteurs notamment via le prospectus et sa politique d'investissement. ➤ Réponse aux demandes de rachats (L. 214-15 et 20) ce qui suppose qu'une certaine liquidité soit maintenue. 		
<p>Compensation et appels de couverture Articles L. 211-36 à L. 211-40 et L. 440-1 et s. COMOFI</p>	Uniquement applicable sur les dérivés sur quotas	Alignement du régime applicable aux quotas à celui déjà applicable aux dérivés sur quotas.	
<p>Inscription en compte Articles L. 211-3 à L. 211-13 COMOFI R. 211-1 à R. 211-9 COMOFI</p>	Régime <i>ad hoc</i> exposé par les articles L. 229-5 et s. du code de l'environnement (Caisse des dépôts)	Sans effet si on considère que le régime <i>ad hoc</i> spécial déroge au régime général d'inscription en compte.	
<p>Nantissement de comptes titres Article L. 211-20 COMOFI Articles D. 211-10 à 211-14 COMOFI</p>	Non applicable du fait du régime <i>ad hoc</i> qui ne fait état d'aucune disposition particulière sur le	Bénéfice du régime du droit positif	Evaluer l'adéquation du régime du droit positif avec le régime <i>ad hoc</i> d'inscription

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
	sujet		en compte
Transmission Articles L. 211-14 à L. 211-34 COMOFI	Régime <i>ad hoc</i> exposé par les articles L. 229-5 et s. du code de l'environnement (Caisse des dépôts)	Sans effet si on considère que le régime ad hoc spécial déroge au régime général d'inscription en compte Tenir compte de la particularité tenant au mode de consommation des quotas (restitution / annulation/ caducité)	
Titrisation Article L. 214-42-1 à L. 214-49-14 COMOFI	Uniquement applicable sur les dérivés sur quotas	Alignement du régime applicable aux quotas à celui déjà applicable aux dérivés sur quotas.	
Services d'investissement et services connexes Article L. 321-1 COMOFI ¹⁵⁶ Article D. 321-1 COMOFI ¹⁵⁷ Article L. 321-2 COMOFI ¹⁵⁸	Uniquement applicable sur les dérivés sur quotas	Alignement du régime applicable aux quotas à celui déjà applicable aux dérivés sur quotas.	

¹⁵⁶ Les services d'investissement portent sur les instruments financiers énumérés à l'article L. 211-1 et comprennent les services et activités suivants :

1. La réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
2. L'exécution d'ordres pour le compte de tiers ;
3. La négociation pour compte propre ;
4. La gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;
5. Le conseil en investissement ;
- 6-1. La prise ferme ;
- 6-2. Le placement garanti ;
7. Le placement non garanti ;
8. L'exploitation d'un système multilatéral de négociation au sens de l'article L. 424-1.

Un décret précise la définition de ces services.

¹⁵⁷ Les services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1 sont définis comme suit :

-
1. Constitue le service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers le fait de recevoir et de transmettre à un prestataire de services d'investissement ou à une entité relevant d'un État non membre de la Communauté européenne et non partie à l'accord sur l'Espace économique européen et ayant un statut équivalent, pour le compte d'un tiers, des ordres portant sur des instruments financiers ;
 2. Constitue le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers le fait de conclure des accords d'achat ou de vente portant sur un ou plusieurs instruments financiers, pour le compte d'un tiers. Toutefois, l'exécution des ordres résultant des décisions d'investissement prises par les prestataires de services d'investissement dans le cadre du service mentionné au 4 ou de la gestion d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou d'un organisme de placement collectif immobilier relève, selon le cas, dudit service mentionné au 4 ou de l'activité de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou d'organismes de placement collectif immobiliers ;
 3. Constitue le service de négociation pour compte propre le fait de conclure des transactions portant sur un ou plusieurs instruments financiers en engageant ses propres capitaux ;
 4. Constitue le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers ;
 5. Constitue le service de conseil en investissement le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise la notion de recommandation personnalisée au sens de la présente disposition ;
 - 6-1. Constitue le service de prise ferme le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers, en vue de procéder à leur vente ;
 - 6-2. Constitue le service de placement garanti le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers et de lui garantir un montant minimal de souscriptions ou d'achats en s'engageant à souscrire ou acquérir les instruments financiers non placés ;
 7. Constitue le service de placement non garanti le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition ;
 8. Constitue le service d'exploitation d'un système multilatéral de négociation le fait de gérer un ou plusieurs systèmes mentionnés à l'article L. 424-1.

¹⁵⁸ Les services connexes aux services d'investissement comprennent :

1. La tenue de compte conservation d'instruments financiers pour le compte de tiers et les services accessoires comme la tenue de comptes d'espèces correspondant à ces instruments financiers ou la gestion de garanties financières ;
2. L'octroi de crédits ou de prêts à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction qui porte sur un instrument financier et dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt ;
3. La fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que la fourniture de conseil et de services en matière de fusions et de rachat d'entreprises ;
4. La recherche en investissements et l'analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers ;
5. Les services liés à la prise ferme ;
6. Les services de change lorsque ceux-ci sont liés à la fourniture de services d'investissement ;
7. Les services et activités assimilables à des services d'investissement ou à des services connexes, portant sur l'élément sous-jacent des instruments financiers à terme dont la liste est fixée par décret, lorsqu'ils sont liés à la prestation de services d'investissement ou de services connexes.

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
Démarchage bancaire et financier Articles L.341-1 ¹⁵⁹ et s. COMOFI	Interdiction de démarchage sur les contrats financiers ainsi que sur les quotas eux-mêmes (L. 341-10)	Sans incidence : la qualification d'IF n'emporte pas la possibilité de démarcher ni sur les quotas ni sur les contrats financiers ayant les quotas pour sous-jacent.	
Corpus lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme Articles L. 561-2 et L. 561-36 du code monétaire et financier	Conformément aux 1° de l'article L. 561-2 du code monétaire et financier, la Caisse des dépôts et consignations est soumise au dispositif de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme uniquement pour ses opérations de banque.	Intermédiation d'un prestataire de services d'investissement assujettis au dispositif AML pour la fourniture de services d'investissements sauf exceptions de l'article L. 531-2 et donc application du dispositif	Augmente le coût des transactions car passage par un prestataire de services d'investissement rémunéré.

¹⁵⁹ Constitue un acte de démarchage bancaire ou financier toute prise de contact non sollicitée, par quelque moyen que ce soit, avec une personne physique ou une personne morale déterminée, en vue d'obtenir, de sa part, un accord sur :

1° La réalisation par une des personnes mentionnées au 1° de l'article L. 341-3 d'une opération sur un des instruments financiers énumérés à l'article L. 211-1 ;

2° La réalisation par une des personnes mentionnées au 1° de l'article L. 341-3 d'une opération de banque ou d'une opération connexe définies aux articles L. 311-1 et L. 311-2 ;

3° La fourniture par une des personnes mentionnées au 1° de l'article L. 341-3 d'un service d'investissement ou d'un service connexe définis aux articles L. 321-1 et L. 321-2 ;

4° La réalisation d'une opération sur biens divers mentionnée à l'article L. 550-1 ;

5° La fourniture par une des personnes mentionnées au 3° de l'article L. 341-3 d'une prestation de conseil en investissement prévu au I de l'article L. 541-1 ;

6° La fourniture par une des personnes mentionnées au 1° de l'article L. 341-3 d'un service de paiement prévu au II de l'article L. 314-1.

Constitue également un acte de démarchage bancaire ou financier, quelle que soit la personne à l'initiative de la démarche, le fait de se rendre physiquement au domicile des personnes, sur leur lieu de travail ou dans les lieux non destinés à la commercialisation de produits, instruments et services financiers, en vue des mêmes fins.

L'activité de démarchage bancaire ou financier est exercée sans préjudice de l'application des dispositions particulières relatives à la prestation de services d'investissement, à la réalisation d'opérations de banque et à la réalisation d'opérations sur biens divers, ainsi que des dispositions de l'article 66-4 de la loi n° 71-1130 du 31 décembre 1971 portant réforme de certaines professions judiciaires et juridiques.

Régime / textes applicables aux instruments financiers	Situation actuelle : le quota n'est pas un instrument financier	Hypothèse de travail : si le quota devait être qualifié d'instrument financier, quelles conséquences en résulteraient ?	
		Avantages	Inconvénients
	L'activité de tenue du registre des émissions n'est donc pas soumise au dispositif.	LAB.	
Fourniture à distance de services financiers Directive 2002/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 septembre 2002 concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, et modifiant les directives 90/619/CEE du Conseil, 97/7/CE et 98/27/CE Articles L. 343-1 ¹⁶⁰ et s. COMOFI	Référence à la notion de « service financier » : tout service ayant trait à la banque, au crédit, à l'assurance, aux retraites individuelles, aux investissements et aux paiements; Applicable via la notion de services d'investissement et donc uniquement aux dérivés sur quotas	Alignement du régime applicable aux quotas à celui déjà applicable aux dérivés sur quotas Bénéfice de la protection du consommateur – investisseur.	

¹⁶⁰ La fourniture à distance de services financiers à un consommateur, telle que définie à l'article L. 121-20-8 du code de la consommation, est régie par les dispositions de la sous-section 2 et de la sous-section 3 de la section 2 du chapitre 1er du titre II du livre 1er du même code, ci-après reproduites :

" Sous-section 2 : Dispositions particulières aux contrats portant sur des services financiers

" Art. L. 121-20-8

" La présente sous-section régit la fourniture de services financiers à un consommateur dans le cadre d'un système de vente ou de prestation de services à distance organisé par le fournisseur ou par un intermédiaire qui, pour ce contrat, utilise exclusivement une ou plusieurs techniques de communication à distance jusqu'à, et y compris, la conclusion du contrat.

" Elle s'applique aux services mentionnés aux livres 1er à III et au titre V du livre V du code monétaire et financier ainsi que les opérations pratiquées par les entreprises régies par le code des assurances, par les mutuelles et unions régies par le livre II du code de la mutualité et par les institutions de prévoyance et unions régies par le titre III du livre IX du code de la sécurité sociale, sans préjudice des dispositions spécifiques prévues par ces codes. "

