

## L'EU ETS placé sous la réglementation des marchés d'instruments financiers : quelles sont les implications ?

La Commission européenne propose d'inclure les échanges d'actifs carbone dans la révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF). En conséquence, les transactions des quotas d'émissions de CO<sub>2</sub> issus du système européen d'échange de quotas de CO<sub>2</sub> (EU ETS) et des crédits carbone en provenance des mécanismes de projets Kyoto éligibles pour l'EU ETS s'inscriraient dans le cadre de la régulation éprouvée des marchés financiers. Les marchés au comptant et dérivés de l'EU ETS seraient ainsi encadrés par une seule et même autorité de surveillance, et soumis aux directives MIF et « abus de marché ». Au-delà des bénéfices de sécurité, de transparence et de protection des participants, les défis futurs pour l'EU ETS vont impliquer la bonne coordination de la révision de la MIF avec le règlement « enchères » et à la conservation d'un traitement *ad-hoc* du quota à l'intérieur du corpus MIF.

### Contexte : le besoin d'établir un cadre de surveillance pour l'EU ETS

Après avoir soutenu le lancement et le développement du système européen d'échange de quotas d'émissions de CO<sub>2</sub> (EU ETS), la Commission européenne a fourni, en décembre 2010, une première évaluation des niveaux de protection du marché du carbone contre des délits d'initiés ou des manipulations de marché<sup>1</sup>. Cette évaluation conclut que la législation relative aux marchés financiers est adaptée aux réalités du marché du carbone dans la mesure où les transactions de quotas impliquent l'utilisation d'instruments financiers, sont réalisées par des intermédiaires financiers agréés ou passent par des places boursières ou des infrastructures organisées, et sont surveillées conformément aux dispositions réglementaires applicables aux marchés financiers.

Plus de 80 % des transactions de quotas étant réalisées sur des produits dérivés, une grande partie du marché du carbone entre dans le champ de la législation applicable aux marchés financiers et bénéficie des garanties et des mécanismes de surveillance qui s'appliquent généralement à tout marché de dérivés sur matières premières.

Néanmoins, trois incidents survenus en 2008 et 2009 ont concouru à alimenter le besoin d'un cadre de surveillance du marché plus complet : les cas de fraude à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) détectés sur le marché du carbone, les vols de quotas (*phishing*) ou encore la revente par l'Etat hongrois de crédits Kyoto déjà restitués par des installations soumises au marché européen des quotas (Sartor, 2011). Même si ces incidents ne constituent pas des abus de marché au sens de la directive européenne, ils ont néanmoins suscité des appels en faveur d'un cadre de régulation plus strict de l'EU ETS.

<sup>1</sup> Publication d'une communication « Vers une surveillance renforcée du marché relatif au système européen d'échange de quotas d'émission », décembre 2010.

## Actualité : l'inclusion du marché au comptant de l'EU ETS dans la révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers

Après une consultation des parties prenantes en mai 2011 sur le choix du cadre de surveillance de ce marché, la Commission européenne a privilégié l'introduction de l'EU ETS dans le cadre, en cours de révision, de la régulation financière.

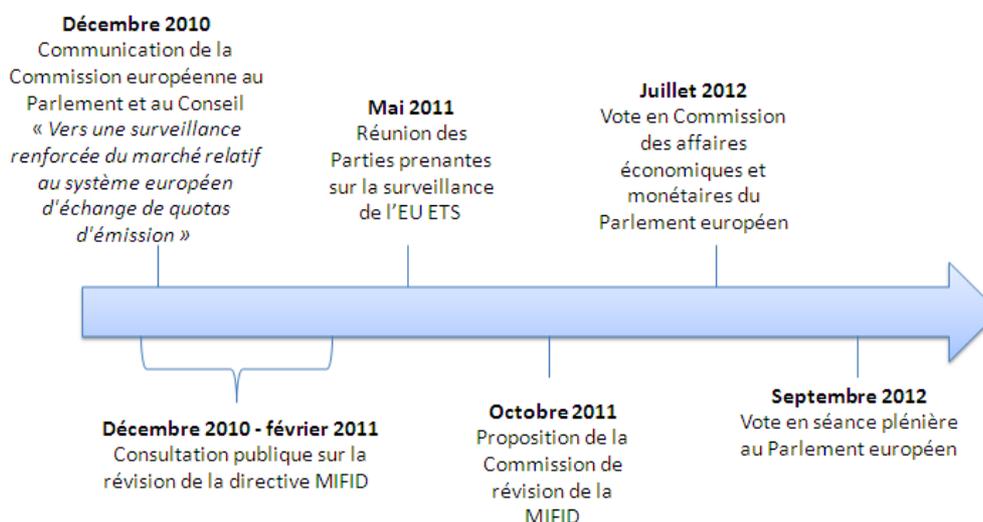
### Objectifs et calendrier de mise en œuvre

Le 20 octobre 2011, dans sa proposition de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) 2004/39/CE<sup>2</sup>, la Commission européenne a ajouté le quota d'émissions de CO<sub>2</sub> (*European Union Allowance* pour EUA) et les crédits carbone internationaux (*Certified Emissions Reductions* pour CER et *Emission Reduction Unit* pour ERU) éligibles dans l'EU ETS à l'Annexe I, section C, en créant une catégorie distincte des valeurs mobilières, des dérivés et contrats financiers déjà couverts. Cette inclusion classe les actifs carbone comme des instruments financiers.

Ainsi, la Commission européenne choisit de privilégier le cadre éprouvé de la réglementation des marchés financiers plutôt que d'instituer un cadre *sui generis* pour l'EU ETS<sup>3</sup> ou de l'intégrer dans le cadre établi pour les marchés de l'énergie, au travers du règlement sur l'intégrité et la transparence des marchés de l'énergie (REMIT)<sup>4</sup>.

L'objectif principal poursuivi par la réforme de la directive MIF consiste à réguler la partie de l'EU ETS qui ne l'est pas actuellement, afin de le faire bénéficier de l'ensemble des règles protectrices du corpus MIF, à savoir encadrer les intermédiaires, favoriser la transparence et l'intégrité du marché et assurer la protection (notamment par un renforcement de l'information) des clients et le *reporting* des transactions. Il paraît toutefois important que la nouvelle version de la directive MIF tente de préserver les spécificités du marché du carbone, tant au niveau des produits que des acteurs, via un régime d'exemptions ou des clauses de proportionnalité.

Figure 1 – Etapes de la mise en place d'un cadre de surveillance de l'EU ETS



Source : CDC Climat Recherche

<sup>2</sup> Cette révision globale de la directive MIF entrée en vigueur en novembre 2007 fait notamment suite aux engagements du G20 en 2009 d'améliorer la transparence et la surveillance des marchés moins réglementés, notamment les marchés de dérivés sur matières premières. Projets de révision de la directive MIF et règlement MIR sur les instruments financiers : [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm).

<sup>3</sup> En France, le rapport « La régulation des marchés du CO<sub>2</sub> » présidé par Michel Prada (2010) préconisait un cadre de surveillance spécifique au marché européen du carbone.

<sup>4</sup> REMIT – *Regulation on Energy Markets Integrity and Transparency*, règlement adopté par le Parlement européen et le Conseil le 10 octobre 2011 qui encadre les marchés du gaz et de l'électricité. La Commission européenne souligne que l'EU ETS concerne d'autres secteurs pour lesquels le cadre institué par REMIT ne serait pas approprié. En outre, elle a préféré regrouper le comptant et le dérivé dans le même cadre de réglementaire et de surveillance.

La proposition de révision de la directive MIF fait actuellement l'objet de propositions d'amendements. La présidence danoise de l'Union européenne devrait soumettre une proposition de compromis d'ici au Conseil européen des ministres de l'économie (Ecofin) du 22 juin 2012. Le vote en commission des affaires économiques et monétaires au Parlement européen devrait ensuite se tenir en juillet 2012, avant un vote en séance plénière attendu en septembre 2012. Une lecture unique des textes est prévue.

### **Une partie de l'EU ETS serait désormais couverte par la directive MIF révisée.**

La révision de la MIF introduit un élargissement de son champ de couverture à l'EU ETS pour établir une cohérence entre les différents régimes encadrant :

- le marché secondaire, entre le dérivé, déjà couvert par la directive MIF, et le comptant ;
- le marché secondaire et le marché primaire de quotas déjà couvert par le règlement des enchères.

Ainsi, la liste des catégories d'instruments financiers au sens de la réglementation en vigueur est élargie à l'ensemble des produits éligibles à l'EU ETS, au-delà des dérivés qui étaient déjà couverts par la MIF (item 10, Annexe 1, section C), et y compris pour les transactions au comptant.

D'autre part, le champ des exemptions de la MIF définies dans l'article 2 est réduit : ainsi, les courtiers spécialisés dans le *trading* sur matières premières seraient couverts par la MIF (suppression de l'exemption 2-1-k de la MIF dans sa version 2004/39/CE). Par ailleurs, la catégorie des OTF (*Organised Trading Facilities* / système organisé de négociation) étant ajoutée à l'Annexe I, section A, leurs membres sont désormais soumis au corpus MIF. Ainsi, l'ensemble des plateformes d'échanges, que leur statut soit un MR (marché réglementé), un MTF/SMN (*Multilateral Trading Facilities* / système multilatéral de négociation) ou un OTF, deviendront régulées si la réforme de la directive est adoptée.

### **Une partie de l'EU ETS ne serait toujours pas couverte à l'issue de la réforme de la MIF.**

Un régime d'exemptions ou de clauses de proportionnalité telles qu'introduites dans la première version de la MIF devrait permettre de préserver les spécificités du marché du carbone, tant au niveau des produits que des acteurs, selon leurs niveaux d'intervention et d'exposition aux risques de marché.

Ainsi, l'article 2 est modifié en ajoutant des exemptions à l'application du corpus de la MIF révisée pour certaines catégories d'activités spécifiques du marché du carbone. Par l'article 2-1-i, demeurent ainsi exemptées de l'application de la directive les acteurs du marché carbone qui :

- négocient pour compte propre, à l'exclusion des personnes négociant pour compte propre en exécutant les ordres de clients ;
- ou fournissent des services d'investissement :
  - soit exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à celles de leur entreprise mère ;
  - soit aux clients de leur activité principale, à condition que « ces prestations soient accessoires par rapport à leur activité principale, lorsque cette activité principale est considérée au niveau du groupe, et qu'elle ne consiste pas en la fourniture de services d'investissement ou de services bancaires au sens de la directive ».

Ce cadre d'exemptions pourrait emporter des conséquences pour deux types d'acteurs du marché du carbone :

- Les acteurs qui interviennent, exclusivement ou à titre principal pour compte propre et, à titre « accessoire », pour compte des clients de leur activité principale demeureront exemptés de la MIF. A noter que ces acteurs peuvent être « *market-maker* » ou membres d'une plateforme d'échange, quelle que soit son statut (réglementé/MTF/OTF). Seraient a priori concernées les filiales non prestataires de services d'investissement

(PSI) des groupes énergéticiens qui négocient pour le compte des clients tant que cette activité reste « accessoire » ;

- Les acteurs « assujettis » industriels et énergéticiens resteraient a priori et en majorité hors cadre MIF, parce qu'ils interviennent principalement sur le marché du carbone pour compte propre, à des fins de conformité et de couverture, et non dans un but premier d'activité financière – placement financier/trading -, y compris dans le cas où ces assujettis interviennent pour le compte des clients de leur activité principale, tant que cette activité de négoce reste une activité « accessoire ».

### Vers une surveillance complète de l'EU ETS

La directive MIF réformée couvrira uniquement le marché secondaire de l'EU ETS. La surveillance du marché primaire des enchères de quotas, qui va se généraliser dès 2013 avec l'entrée en vigueur de la phase 3 de l'EU ETS, est assurée par le règlement « enchères » qui inclut un cadre de surveillance adossé à la réglementation des marchés financiers.

**Tableau 1 - La mise en place d'une surveillance des marchés primaire et secondaire de l'EU ETS**

|                                 | Marché primaire<br>des enchères de quotas de CO <sub>2</sub>  | Marché secondaire<br>d'échanges de quotas de CO <sub>2</sub>   |
|---------------------------------|---|--|
| <b>Texte</b>                    | Règlement « enchères »  | Proposition de directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) + proposition de règlement sur les marchés d'instruments financiers (MIR) <sup>5</sup>   |
| <b>Produits</b>                 | Contrat au comptant à 2 jours<br>Futures à 5 jours  | Spot, dérivés financiers, futures  |
| <b>Instance de surveillance</b> | Les Etats-membres vont désigner une instance de surveillance des enchères commune qui contrôlera chaque séance et adressera à la Commission un rapport mensuel sur le déroulement des séances d'enchères.             | En coordination avec l'Autorité européenne des marchés financiers et dans des circonstances bien définies, les autorités nationales de surveillance pourront interdire certains produits, services ou pratiques dès lors que ceux-ci portent atteinte à la protection des investisseurs, à la stabilité financière ou au bon fonctionnement des marchés.   |
| <b>Abus de marché</b>           | Article 36 : applique le régime de la directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (MAD, 2003/6/CE)<br>Article 42 : exigences spécifiquement destinées à atténuer le risque d'abus de marché | Proposition de règlement MIR, article 3.4.11 : la déclaration des transactions, conformément à la directive MIF, permet aux autorités de surveillance de contrôler les activités des entreprises d'investissement et d'en garantir la conformité avec la directive MIF, ainsi que de surveiller les abus conformément à la directive sur les abus de marché (MAD, 2003/6/CE).  |
| <b>Manipulations de marché</b>  | Article 37 : applique la directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (MAD, 2003/6/CE)<br>Article 41 : interdiction des manipulations  | Pour renforcer l'intégrité de l'EU ETS et en préserver le bon fonctionnement, notamment par une surveillance de l'ensemble des activités de négociation, compléter les mesures prises en vertu de la directive 2003/87/CE en intégrant pleinement les quotas d'émission au champ d'application de la présente directive et 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 (MAD), en les classant comme instruments financiers. |
| <b>Délits d'initiés</b>         | Article 38 : interdiction des opérations d'initiés. Aucune personne qui détient des informations privilégiées ne peut les utiliser en soutenant une offre relative à un produit mis aux enchères                      |  |

Source: CDC Climat Recherche

<sup>5</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:FR:PDF>

## Conséquences : des réponses apportées aux acteurs de l'EU ETS...

### La partie nouvellement régulée bénéficierait des règles protectrices du corpus MIF.

Dès lors qu'au titre de la directive révisée MIF, les entités proposant des services pour compte propre<sup>6</sup> et compte de tiers portant sur des quotas devront être qualifiées de prestataires de services d'investissement<sup>7</sup>, d'autres directives, liées au corpus MIF, deviendraient concomitamment applicables pour permettre de renforcer la lutte contre les abus de marché et la sanction de ces derniers, parmi lesquelles<sup>8</sup>:

- le **corpus « Blanchiment de capitaux et financement du terrorisme »** (directive AML 2005/60/CE), qui inclut des obligations de vigilance à l'égard de la clientèle (Know-Your-Customer ou KYC), complètera les exigences existant au niveau du système de registres d'actifs carbone et pour l'ouverture d'un compte. Dès lors, même s'il est à souligner que l'objectif de la MIF n'est pas la lutte contre les fraudes telles que celles à la TVA et le *phishing*, l'incorporation du quota dans la MIF peut indirectement atténuer le risque de fraude en écartant du marché des acteurs potentiellement frauduleux et en élargissant l'obligation de vigilance à la plupart des intermédiaires intervenant sur le carbone ;
- la **directive sur le caractère définitif du règlement** (Settlement Finality Directive), directive 98/26/CE, vise à réduire le risque systémique lié à la participation aux systèmes de paiement et de règlement de titres, et notamment le risque lié à l'insolvabilité d'un participant à ce système ;
- le **règlement EMIR** (European Market Infrastructure Regulation) sur les dérivés de gré à gré (OTC), adopté par le Parlement européen le 29 mars 2012 pour une entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2013, impose la compensation centrale et le reporting des transactions de produits dérivés OTC ;
- le **corpus « Abus de marché »**, c'est-à-dire la lutte contre la manipulation de marché et les opérations d'initiés, régulé par la directive 2003/6/CE, lui-même en cours de révision, au travers des propositions du 20 octobre 2011 de la directive CSMAD (Criminal Sanctions for Market Abuse Directive) et la proposition du règlement sur « insider dealing and market manipulation (market abuse) » MAR.

Dans ces directives non dédiées à l'EU ETS, les spécificités du système européen d'échange de quotas de CO<sub>2</sub> sont néanmoins a priori prises en compte. Dans le corpus MAR/CSMAD<sup>9</sup>, la Commission européenne propose ainsi d'adapter la définition d'information privilégiée au marché du carbone, et d'en exempter l'obligation de publication pour certaines installations assujetties en deçà d'un certain seuil d'émissions – les critères du seuil restent à décider ultérieurement par acte délégué de la Commission européenne, et de l'élargir aux enchères de quotas.

L'objectif visé est que seules soient contraintes à publicité les informations privilégiées et non déjà publiées via REMIT des industriels assujettis pouvant avoir une incidence matérielle sur la formation des prix des actifs carbone ou générer des opérations d'initiés. Les informations privilégiées ne devraient concerner que l'activité physique de l'assujetti (capacité et utilisation de l'installation), et non les stratégies de *trading*.

---

<sup>6</sup> En incluant l'EU ETS dans la révision de la directive MIF, les activités de réception-transmission d'ordres, d'exécution d'ordres, de négociation pour compte propre, etc...(voir liste Section A de l'annexe I de la MIF) portant sur des quotas deviennent des services d'investissement pour lesquels un agrément est nécessaire (sauf si la personne en question est exemptée de la MIF au titre de l'article 2).

<sup>7</sup> Les prestataires de services d'investissement (PSI) sont des entreprises d'investissement ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement. Ce statut est accordé à la demande de l'entreprise par les autorités de régulation des marchés financiers des Etats membres. Cet agrément est délivré en France par l'Autorité de contrôle prudentiel après approbation par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

<sup>8</sup> A noter que d'autres directives liées à la MIF ne seront, en revanche, pas applicables: *Prospectus, Transparency, UCITS, Financial Collateral*, dans la mesure où ces textes s'appliquent aux seules valeurs mobilières.

<sup>9</sup> cf. recital 16 et article 12-2 de la MAR.

### **Certains dérivés devraient obligatoirement être négociés sur des plateformes organisées.**

L'Autorité européenne de supervision des marchés de valeurs mobilières (ESMA/ AEMF) serait chargée de définir quelles sont les catégories d'instruments dérivés soumises à cette obligation, en fonction d'une procédure décrite à l'article 26 de ce même règlement. Elle devra notamment définir un critère de liquidité suffisante, cette dernière étant elle-même déterminée selon la taille et la fréquence des transactions, la cartographie des acteurs, etc...

Aussi peut-il se poser la question de savoir quels dérivés sur quotas pourraient être *in fine* soumis à cette contrainte, et donc quels dérivés sur quotas pourraient continuer à être négociés de gré à gré, hors plateforme organisée. Il est prévu que l'AEMF procède à une consultation publique et, si nécessaire, consulte les autorités compétentes des pays tiers, avant de soumettre les projets de normes techniques d'exécution à la Commission pour adoption.

### **Le régulateur compétent serait financier.**

La proposition de révision de la MIF confie aux régulateurs financiers nationaux la supervision du marché au comptant du carbone à partir du moment où le quota est qualifié d'instrument financier<sup>10</sup>. Elle octroie, de surcroît, un pouvoir de coordination à l'*European Securities Markets Authority* (ESMA) au niveau de l'UE. Les régulateurs du marché de l'énergie ne sont pas directement visés par la MIF. Toutefois, les articles 69 et 70 ouvrent la possibilité de désigner des régulateurs compétents additionnels, et d'instaurer une coopération entre eux, au niveau national. A noter que REMIT prévoit formellement une coopération au niveau européen, entre le régulateur financier et le régulateur énergie, c'est-à-dire entre l'ESMA et l'Agence de coopération des régulateurs de l'énergie (ACER).

En France, il existe déjà une coopération formelle entre les deux autorités nationales de supervision intervenant sur le marché du carbone, l'AMF et la CRE. En effet, en confiant à la CRE un rôle dans la supervision du marché du carbone, la loi de Régulation Bancaire et Financière (LRBF) du 22 octobre 2010 a précisé simultanément l'articulation entre les compétences et missions de l'AMF et la CRE :

- L'AMF couvre les transactions d'actifs carbone au comptant ainsi que les infrastructures de marchés en cas d'influence sur les transactions. Dès lors, la France a fait le choix de réguler le comptant, non par le biais d'une qualification du quota carbone en instrument financier, mais en plaçant sa plateforme de marché BlueNext sous la supervision de l'AMF ;
- La CRE voit sa mission étendue à l'analyse de la cohérence entre les fondamentaux des marchés de l'énergie et les transactions réalisées sur le marché du carbone ;
- La LRBF instaure le principe de coopération entre l'AMF et la CRE, principe qui existe également dans REMIT au niveau européen.

### **Des questions en suspens ...**

#### **L'inclusion des actifs carbone dans la révision de la MIF ne devrait pas permettre une harmonisation immédiate de leurs statuts juridique et fiscal entre les Etats-membres.**

La classification des actifs carbone tels que des instruments financiers ne vise pas à modifier son statut juridique national. La Commission avait précisé que cette classification en instrument financier au niveau européen n'impose pas « mécaniquement » une (re)qualification juridique nationale du quota en instrument financier et, donc, n'amènerait pas a priori une convergence de la qualification juridique entre les Etats-membres.

---

<sup>10</sup> La Roumanie a, en 2010, adopté une requalification du quota en instrument financier.

En cas d'infraction dans l'avenir, de possibles écarts dans les responsabilités civiles ou pénales pourraient ainsi subsister entre les Etats-membres. Toutefois, le renforcement de la surveillance au niveau de l'UE devrait faciliter les investigations transfrontalières en cas d'abus de marché, à l'instar de ce qui prévaut sur les marchés financiers<sup>11</sup>.

### **L'incidence comptable de la classification du quota en instrument financier ne sera pas immédiate dans tous les pays.**

Selon la Commission européenne, la classification des actifs carbone en instrument financier n'aurait pas de répercussion immédiate sur le traitement comptable en normes internationales IFRS car, pour l'instant, les quotas n'entrent pas dans la définition des instruments financiers au sens de la norme IAS39, norme autonome des qualifications juridiques.

#### **L'incidence comptable de la classification du quota en instrument financier : le cas de la France**

En France, la qualification comptable est dictée par la qualification juridique. Dans l'hypothèse où la qualification juridique nationale serait exclusivement dictée par l'article L. 229-15 du Code de l'environnement, à savoir la définition actuelle d'un « *bien meuble exclusivement matérialisé par une inscription en compte de leur propriétaire dans le registre national* », les normes comptables françaises pourraient a priori ne pas se voir modifiées par l'introduction des actifs carbone dans la liste des instruments financiers couverts par la MIF, tant que le Code de l'environnement reste en l'état<sup>12</sup>.

Toutefois, la hiérarchie des normes en droit français impose d'avoir une vigilance particulière lors de la transposition de la révision de la directive MIF en droit interne, les textes comptables étant d'ordre réglementaire. Il paraît donc probable que dès lors que les quotas sont inclus dans la révision de la directive MIF et classifiés comme instrument financier, les normes comptables françaises devront être adaptées en conséquence, et la classification d'instrument financier emporterait la qualification comptable en droit national.

### **Des incertitudes sur le champ des exemptions subsistent pour les acteurs de l'EU ETS jusqu'ici non régulés.**

#### **Des industriels assujettis pourraient intervenir aujourd'hui pour le compte de clients à un niveau au-delà du seuil de l'activité considérée comme « accessoire »**

L'incertitude concernant la détermination des critères du seuil de l'activité accessoire<sup>13</sup> peut constituer une cause de réticence vis-à-vis de la MIF révisée, celle-ci se limitant de préciser, selon les termes de l'article 2-3, que « *les critères servant à déterminer si une activité est accessoire par rapport à l'activité principale tiennent compte au moins des éléments suivants : le degré auquel la contribution de cette activité à la réduction des risques directement liés à l'activité commerciale ou à l'activité de financement de trésorerie peut être objectivement mesurée ; le capital utilisé pour effectuer cette activité* ».

En particulier, des incertitudes subsistent pour les groupes énergéticiens dont la gestion de quotas irait au-delà de la seule gestion d'un coût de production faisant partie du cycle de l'exploitation de l'entreprise elle-même, pour s'apparenter davantage à un service de gestion « sur-mesure » des besoins en conformité carbone de leurs clients soumis eux-mêmes à l'EU

<sup>11</sup> A noter que l'Australie et le Japon envisagent également d'inscrire la réglementation des quotas dans le cadre existant de leur réglementation financière.

<sup>12</sup> Dans cette hypothèse, pourrait alors se poursuivre la comptabilisation sous forme de deux logiques, l'une industrielle, l'autre financière, en fonction du « statut » de l'entité (PSI ou non), et non une comptabilisation en logique de produit (instrument financier quel que soit le « statut » de l'entité). A l'opposé, une qualification comptable du quota en instrument financier ne permettrait plus de différencier, dans les comptes sociaux des entreprises, celles qui interviennent sur le marché du carbone à des fins de conformité de celles dont la gestion de quotas va au-delà de la gestion d'un coût de production faisant partie du cycle de l'exploitation de l'entreprise assujettie pour s'apparenter à une activité financière.

<sup>13</sup> Selon l'article 2-3, la Commission européenne définit subséquemment, par acte délégué, les critères établissant le seuil caractérisant une activité d'accessoire. « *La Commission adopte des actes délégués, conformément à l'article 94, en ce qui concerne les mesures relatives aux exemptions prévues au paragraphe 1, points c) et i) afin de préciser si une activité doit être considérée comme accessoire par rapport à l'activité principale au niveau du groupe et si une activité est exercée à titre accessoire.* »

ETS, ces besoins de conformité étant liés directement ou non aux contrats commerciaux d'achat d'énergie auprès de ces groupes énergétiques.

### Les « purs » originateurs de crédits

Une question reste posée pour les originateurs de crédits sans autre activité : quand l'activité exclusive d'un acteur consiste à co-investir dans des projets Kyoto, la revente à des tiers des crédits CER et ERU obtenus par ces projets sera-t-elle régulée par la révision de la directive MIF ?

### Enjeux à venir : conserver les spécificités de l'EU ETS

Les enjeux futurs sont liés à la bonne coordination de la révision de la MIF au règlement des enchères et à l'assurance de pouvoir conserver, dans l'avenir, un traitement *ad-hoc* de l'EU ETS à l'intérieur du corpus MIF, ce qui inclut (i) de pouvoir l'amender pour les besoins spécifiques du quota ou crédit carbone ou, au contraire, (ii) d'éviter d'imposer chaque amendement futur aux actifs carbone.

#### *L'articulation entre la MIF et le règlement des enchères comporte des zones d'incertitude à clarifier.*

La MIF s'applique-t-elle au service d'intermédiation sur le marché primaire dans le cadre des adjudications ou des mises aux enchères ? En d'autres termes, ce type de service est-il considéré comme un service d'investissement au sens de la MIF ? Dans la négative, le règlement des enchères s'applique. Dans l'affirmative, une mise en cohérence, voire un alignement avec les contraintes imposées par le règlement des enchères s'avère nécessaire. Ce dernier prévoit d'ores et déjà un agrément spécifique de ces acteurs (articles 18.2 et 18.3).

#### *N'étant pas spécifique au marché du carbone, le régime des exemptions pourrait être amendé ou remis en question.*

L'enjeu posé par le régime des exemptions va au-delà du seul marché du carbone et porte sur le champ des exemptions de la MIF en général.

### Les filiales non PSI et dotées d'une activité de négoce des groupes énergétiques

On peut arguer d'une possible distorsion de concurrence de ces filiales vis-à-vis des acteurs non issus d'un groupe industriel assujetti (tels que les intermédiaires financiers). Aussi semble-t-il important de définir des critères objectifs permettant de distinguer les acteurs intervenant sur le marché du carbone principalement pour des besoins de conformité et de couverture en vue de cette conformité, de ceux intervenant majoritairement à des fins de placement financier.

### Les limites de position

L'article 59 du projet de directive MIF précise qu'elles ne concernent que les dérivés sur matières premières et ne devraient donc pas être applicables au carbone. Il semble opportun de se demander si les limites de position pourraient être appliquées aux quotas et crédits carbone dans l'avenir, même si la majorité des *futures* (une proportion d'environ 60-80 %) y sont détenus jusqu'à échéance et sont dénoués physiquement.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Au niveau des adjudications, l'article 57 du règlement des enchères prévoit une limite de la taille de l'ordre (*maximum bid size*).

## L'exemption des contraintes des fonds propres issue de la directive CRD III (Capital Requirement Directive) sera réévaluée en 2014

A l'exception de ceux qui sont régulés comme des prestataires de services d'investissement, les traders en matières premières ne sont pas soumis à l'exigence des règles de fonds propres issues de la directive CRD III. Cette exemption est valide jusqu'à fin 2014 mais plusieurs acteurs dont les fédérations professionnelles *EFET* (*European Federation for Energy Traders*), *Eurelectric* et *Eurogas* redoutent la disparition de cette exemption<sup>15</sup> : le groupe énergéticien qui serait soumis à la MIF serait alors contraint de détenir le capital nécessaire pour couvrir son exposition, si l'exemption n'était effectivement pas prorogée au-delà de 2014.

**La partie non régulée du marché du carbone à l'issue de la révision de la MIF peut représenter un risque.**

### Acteurs assujettis

La partie non régulée représente-t-elle un point de fragilité pour le bon fonctionnement de l'EU ETS dans l'avenir au travers d'un risque systémique ou d'un manque d'informations précieuses ? En effet, les obligations de *reporting*, de transparence ou de publicité *pre- et post trade* concernent les PSI et les plateformes de négociation, et ne s'appliquent donc pas aux transactions de gré à gré réalisées par les assujettis exemptés de la MIF, mais est-ce potentiellement source de risque si le volume des échanges de gré à gré ou la taille de certaines transactions sont importants par rapport à l'ensemble du marché ? La question mérite d'être posée, l'objet même de la MIF restant avant tout de protéger les acteurs du marché, en particulier les clients, et les investisseurs et d'éviter tout risque systémique.

### Nouveaux acteurs

De nouveaux acteurs pourraient-ils s'implanter dans la partie non régulée à l'issue de la révision de la MIF avec les risques de concurrence déloyale, d'abus de marché ou de fraudes que cela pourrait occasionner ?

## Conclusion : un nouveau cadre de surveillance qui sécuriserait le fonctionnement de l'EU ETS

Pour instaurer un cadre de surveillance qui soit adapté au système européen d'échange de quotas de CO<sub>2</sub>, la Commission européenne a privilégié l'introduction de l'EU ETS dans la directive révisée MIF, complétant ainsi le cadre de surveillance du marché primaire des quotas de CO<sub>2</sub> établi par le règlement des enchères qui s'appuie sur le corpus des directives des instruments financiers.

Avec l'inclusion du quota dans la directive MIF révisée, les marchés au comptant dérivés de l'EU ETS seront ainsi désormais encadrés par une seule et même autorité de surveillance. La directive MIF et la directive 2003/6/CE sur les abus de marché s'appliqueront, ce qui améliorerait la sécurité de l'ensemble du marché sans porter atteinte à sa finalité, qui est la réduction des émissions de CO<sub>2</sub>. De plus, la cohérence avec les règles déjà applicables aux dérivés actifs carbone (EUA et CER) qui devra être garantie, entraînerait une sécurité accrue, étant donné que les banques et les entreprises d'investissement, des entités qui sont tenues de surveiller les activités de négociation contre la fraude, les abus ou le blanchiment de capitaux, assumeront un rôle plus important dans le contrôle des éventuels négociateurs au comptant.

Au-delà de ces nombreux bénéfices pour l'EU ETS, des questions subsistent quant au régime des exemptions qui concernent les industriels et énergéticiens « assujettis » et les originateurs de crédits. L'articulation entre le règlement des enchères et la directive MIF comporte aussi des zones d'incertitude qu'il conviendrait d'examiner. Enfin, la classification du quota en instrument financier ne devrait pas permettre une harmonisation immédiate de la régulation financière entre les Etats membres et son incidence comptable resterait en partie à la discrétion de chaque pays de l'UE.

---

<sup>15</sup> Cf. leur communiqué de presse publié conjointement le 20 octobre 2011.

## Pour en savoir plus...

- Autorité des Normes Comptables, « Quotas d'émissions de CO<sub>2</sub> : propositions pour une comptabilisation en fonction des modèles économiques des entreprises », mai 2012.  
[http://www.anc.gouv.fr/sections/nos\\_publications/nos\\_publications\\_fic/livre\\_de\\_proposition/download/File/file/Livre\\_de\\_proposition\\_Comptabilisation\\_des\\_quotas\\_CO2\\_FRANCAIS.pdf?nocache=1337785380.43](http://www.anc.gouv.fr/sections/nos_publications/nos_publications_fic/livre_de_proposition/download/File/file/Livre_de_proposition_Comptabilisation_des_quotas_CO2_FRANCAIS.pdf?nocache=1337785380.43)
- Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement et au Conseil européen, « *Vers une surveillance renforcée du marché relatif au système européen d'échange de quotas d'émission* », décembre 2010  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0796:FIN:FR:PDF>
- Commission européenne, proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil, SEC(2011) 1226, 20 octobre 2011  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:fr:PDF>
- Commission Prada, « *La régulation des marchés du CO<sub>2</sub>* », avril 2010  
<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics//104000201/0000.pdf>
- EFET, Eurelectric, Eurogas, « Les marchés de l'énergie ont besoin d'un traité approprié dans la régulation des transactions financières propose par l'Union européenne », communiqué de presse en anglais, 20 octobre 2011  
[http://www.eurogas.org/uploaded/Joint%20Press%20Statement\\_%20EFET\\_Eurelectric\\_Eurogas\\_20102011.pdf](http://www.eurogas.org/uploaded/Joint%20Press%20Statement_%20EFET_Eurelectric_Eurogas_20102011.pdf)
- International Emissions Trading Association, "IETA Response to MiFID Consultation", février 2011
- Sartor, O. « Fraudes dans l'EU ETS : la porte se referme », CDC Climat Recherche, Point Climat, n°4, février 2011 <http://www.cdclimat.com/spip.php?action=telecharger&arg=874>

---

Directeur de publication : Benoît Leguet

Contact presse : Maria Scolan – 01 58 50 32 48

### Avertissement

Les publications de CDC Climat Recherche sont intégralement financées par l'établissement public « Caisse des Dépôts ». CDC Climat ne participe pas au financement de ces travaux. La Caisse des Dépôts n'est en aucun cas responsable de la teneur des publications.

Cette publication ne constitue pas une analyse financière au sens de la réglementation. La diffusion de ce document ne constitue ni (i) la fourniture d'un conseil de quelque nature que ce soit, ni (ii) la prestation d'un service d'investissement ni (iii) une offre visant à la réalisation d'un quelconque investissement. Les marchés et actifs objets des analyses contenues dans ce document présentent des risques spécifiques. Les destinataires de ce document sont invités à requérir les conseils (notamment financiers, juridiques et/ou fiscaux) utiles avant toute décision d'investissement sur lesdits marchés.

Les travaux objets de la présente publication ont été réalisés à titre indépendant par l'équipe de CDC Climat Recherche. Des mesures organisationnelles en place au sein de CDC Climat renforcent l'indépendance matérielle de cette équipe. Cette publication reflète donc les seules opinions de l'équipe CDC Climat Recherche, à l'exclusion des équipes opérationnelles ou filiales de CDC Climat. Les conclusions de ces travaux ne lient d'aucune manière l'action des équipes opérationnelles (en charge de l'investissement et du service aux marchés) ou filiales de CDC Climat.