

**REGULATION
DU MARCHÉ AU COMPTANT DU CO₂
EN FRANCE**
Consultation de la Direction Générale du Trésor
- Réponse de l'AMAFI -

1. La Direction Générale du Trésor (DGT) a mis en consultation publique, du 22 juillet au 15 août 2010, des modifications qu'elle souhaite apporter à diverses dispositions du Code monétaire et financier (Comofi) ainsi qu'à la loi n° 2000-108 du 10 février 2000¹, à l'effet de renforcer l'encadrement et la régulation du marché au comptant du CO₂ en France. Les modifications ainsi proposées font suite à la mission confiée à M. Michel Prada sur la régulation des marchés du CO₂, dont le rapport a été remis au Ministre de l'Economie en avril 2010.

2. L'AMAFI regrette le calendrier de cette consultation - trois semaines en plein milieu de l'été à une période où un très grand nombre de ses interlocuteurs habituels sont en congés - qui ne lui a pas permis d'effectuer un véritable travail de réflexion et d'analyse des propositions faites, en concertation approfondie avec ses adhérents. Certes, l'AMAFI comprend que ce calendrier a été dicté par la volonté de profiter de la fenêtre d'opportunité que constitue le projet de loi de régulation bancaire et financière (LRBF) dont la discussion doit reprendre au Sénat en septembre.

Elle constate toutefois que la volonté de modifier rapidement le cadre juridique du marché au comptant du CO₂, en France amène la DGT à faire des propositions extrêmement engageantes pour les acteurs de la Place de Paris dont les conséquences sont potentiellement très lourdes à la fois en termes de compétitivité des acteurs concernés et de protection des clients. Or elle n'a pas le sentiment que toutes ces conséquences aient été pleinement mesurées, notamment au regard de certaines propositions qui, quoique présentées comme de simples modifications de textes visant à « assurer un ordonnancement cohérent des articles du Code monétaire et financier », sont en réalité susceptibles d'avoir un effet plus important. L'Association rappelle à cet égard que si ces propositions font suite au rapport Prada, elles vont parfois bien au-delà des préconisations de ce rapport, signifiant ainsi qu'elles n'ont pas fait l'objet de travaux de Place approfondis permettant de mesurer précisément leurs effets. De ce fait, la préoccupation liée à la très faible concertation résultant du calendrier de consultation s'en trouve renforcée.

3. A cet égard, il paraît particulièrement nécessaire de souligner que l'enjeu de la réforme proposée est majeur puisqu'il s'agit du positionnement de la France en tant que pôle d'attraction des acteurs et des opérations du marché comptant du carbone à un moment où ce segment de marché est en très fort développement compte tenu de la montée en puissance des préoccupations environnementales. Il serait donc très préjudiciable pour la Place de Paris, que des mesures ayant un impact négatif pour les acteurs français soient prises sans en avoir mesuré toutes les conséquences, au seul motif de vouloir insérer à tout prix cette réforme dans le dispositif de la LRBF.

¹ Relative à la modernisation et au développement du service public de l'électricité.

4. Cela étant dit, l'AMAFI comprend et approuve l'objectif premier de cette réforme qui est de permettre au marché au comptant du CO₂ de bénéficier du cadre de régulation renforcé qui s'applique aux marchés réglementés d'instruments financiers soumis à la surveillance de l'AMF. En permettant de cette façon à la plate-forme aujourd'hui non régulée sur son compartiment au comptant (*BlueNext*) de devenir un marché réglementé supervisé par l'AMF, la modification proposée permettra le moment venu à *BlueNext* de participer aux enchères de quotas de CO₂ dans le cadre du règlement européen. Cette mesure est donc tout à fait essentielle pour donner toutes ses chances au marché français d'occuper la place qui devrait lui revenir au niveau européen.

Mais paradoxalement alors que ce marché doit être réglementé au niveau européen, il ne faudrait pas pour autant que par une réglementation nationale applicable uniquement en France, on aboutisse à l'effet inverse de celui recherché en pénalisant le marché français du carbone qui, sur certains de ses aspects, deviendrait plus contraignant que les autres marchés européens du CO₂.

5. Par ailleurs, la réalisation de l'objectif premier de cette réforme ne peut pas non plus avoir pour conséquence d'appliquer, automatiquement et sans adaptation aucune, au marché du carbone, l'intégralité des dispositions - notamment celles issues de la directive MIF et de la directive Abus de Marché - qui découlent de la nouvelle qualification de marché réglementé. Certes l'application de ces dispositions peut paraître logique dans la mesure où elle est la conséquence de la qualification de marché réglementé. Mais il faut rappeler que la directive MIF comme la directive Abus de marché ont été conçues pour les instruments financiers (parmi lesquels au premier chef les titres de capital) et non pour des actifs du type CO₂. L'application de leurs dispositions à de tels actifs requiert donc nécessairement des adaptations auxquelles il est impératif de prendre le temps de réfléchir, en concertation avec les acteurs concernés.

6. Par ailleurs également, la volonté d'ériger en marché réglementé le marché du CO₂, qui conduit parallèlement à réguler de façon très stricte les prestataires de services d'investissement français acteurs du marché du carbone, ne peut occulter la nécessité d'une réflexion approfondie en termes de compétitivité de place et de protection des clients (v. aussi infra § 18 et 19).

Au niveau de la compétitivité de place, il est en effet difficile d'imaginer que seuls les PSI français, et non également leurs concurrents européens, soient placés dans un cadre contraignant particulier. Au niveau de la protection des clients, il est également difficile d'imaginer que cette protection soit plus ou moins élevée en fonction du fournisseur de services auquel s'adresse le client : les PSI français seraient tenus par les obligations de la MIF alors que les PSI étrangers et les entités non régulées en tant que tel (françaises ou étrangères) n'y seraient pas assujettis.

7. Cette situation, inacceptable pour les acteurs (investisseurs compris) du marché du carbone, le serait tout autant pour les acteurs de marchés portant sur d'autres actifs qui, à l'avenir, pourraient également entrer dans le champ de l'extension proposée. A cet égard, si l'AMAFI comprend la nécessité de pouvoir procéder de façon rapide aux adaptations réglementaires que peut nécessiter la concurrence internationale, il ne peut s'agir non plus de donner un blanc seing qui pourrait avoir pour conséquence de modifier radicalement le marché de tel ou tel actif aujourd'hui non régulé sans qu'une réforme d'une telle portée ait été au préalable largement discutée avec tous les acteurs concernés.

8. C'est pourquoi, l'AMAFI tout en approuvant l'objectif poursuivi, à tout le moins en ce qui concerne, dans un premier temps, le marché au comptant du carbone, souhaite que la DGT renvoie à des dispositions réglementaires les conséquences de l'élargissement au CO₂ des actifs pouvant être négociés sur un marché réglementé. Le renvoi à des dispositions réglementaires - décret ou règlement général de l'AMF, selon les cas - doit en effet permettre d'entamer une vraie réflexion approfondie sur les conséquences des mesures proposées en termes de protection des clients et de « *level playing field* » tout en prenant dès à présent, dans le cadre d'un véhicule législatif disponible (la LRBF), la mesure fondamentale qui exige d'être prise à bref échéance, du fait des impératifs concurrentiels européens.

I. Dans le cadre des enjeux européens du marché du CO₂, il est justifié d'adapter à brève échéance le cadre législatif français de façon à lui conférer un statut de marché réglementé

- **L'AMAFI peut comprendre que l'élargissement des actifs négociables sur un marché réglementé soit opéré via une liste fixée par décret même si elle estime qu'une solution législative serait préférable**

9. Comme elle l'a déjà indiqué, l'AMAFI approuve l'élargissement proposé devant permettre au marché au comptant du CO₂ de bénéficier du cadre de régulation renforcé applicable aux marchés réglementés d'instruments financiers soumis à la surveillance de l'AMF (*v. supra* § 4). L'AMAFI note que, dans un premier temps, les actifs concernés par cet élargissement seront d'une part, les quotas d'émission de gaz à effet de serre et d'autre part, les unités définies par le Protocole de Kyoto.

10. Une solution consisterait à préciser la liste des actifs directement dans la loi sans renvoi à un décret. Cette liste serait limitée aux actifs CO₂ qui seraient définis de manière exhaustive : les quotas d'émission, les unités de réduction des émissions, les unités de réduction des émissions certifiées de gaz à effet de serre et toute autre unité de compte représentative de la réduction d'émission de l'équivalent d'une tonne de dioxyde de carbone. Conformément aux conclusions du rapport Prada, l'activité d'origination serait en revanche exclue expressément du champ de la liste des actifs

A cet effet, la partie législative du Comofi pourrait ainsi définir les actifs comme « *les quotas d'émission, les unités de réduction des émissions, les unités de réduction des émissions certifiées de gaz à effet de serre tels que visés aux articles L. 229-7 et L. 229-22 du Code de l'Environnement ainsi que toute autre unité de compte représentative de la réduction d'émission de l'équivalent d'une tonne de dioxyde de carbone. Sont toutefois exclus les actifs mentionnés ci-dessus qui font l'objet de transactions dont les volumes sont liés à la performance du projet de réduction d'émission de gaz à effet de serre* ».

11. L'AMAFI reconnaît cependant qu'il est important d'avoir la souplesse nécessaire à l'avenir pour ajuster, au fil du temps et des évolutions, la liste des produits qu'il pourra s'avérer opportun d'inclure dans le champ des marchés réglementés. Alors qu'un « véhicule » législatif n'est pas toujours disponible à brève échéance, il peut de ce fait être judicieux de renvoyer à un décret la fixation des actifs concernés par cet élargissement.

La « souplesse » ainsi accordée ne doit toutefois pas faire oublier que le choix de faire entrer dans le champ des marchés réglementés d'autres actifs que ceux présentement envisagés est un acte lourd qui entraîne leur insertion dans un cadre juridique précis avec des conséquences qui peuvent être non négligeables. L'AMAFI souligne donc que l'utilisation de cette procédure doit se faire au terme d'une concertation approfondie permettant de mettre en évidence les avantages et inconvénients de cette insertion ainsi que les éventuelles adaptations réglementaires nécessaires pour prendre en compte les spécificités du ou des produits concernés.

12. Dans cette perspective, l'Association estime qu'il serait à tout le moins opportun de prévoir que le décret mentionné au II de l'article L. 421-1 du Comofi ne pourra être pris ou modifié qu'après avis du collège de l'Autorité des marchés financiers, étant observé que soumettre un décret à l'avis préalable d'une autorité administrative indépendante n'est pas inhabituel².

² Cf. par exemple : « *les décrets prévus par le présent article sont pris après avis du collège de l'Autorité des marchés financiers* » ou « *Un fichier des personnes... selon des modalités fixées par décret, pris après avis de la Commission nationale de l'informatique et des libertés* » (*Comofi, art. L. 621-5-3, III : L. 341-7*).

Le texte du II serait ainsi modifié comme suit :

« II. Un marché réglementé d'instruments financiers tel que défini au I. peut également assurer ou faciliter la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des actifs, dont la liste est fixée par décret, **après avis du collège de l'Autorité des marchés financiers** ».

13. Une troisième alternative consisterait à préciser dans la loi que le champ du décret sera limité au secteur du carbone), ce qui permettrait de prendre le temps d'une réflexion concertée avant d'envisager toute autre extension à d'autres actifs. Il conviendrait alors de réfléchir à une rédaction appropriée de la loi, laquelle pourrait faire référence aux articles L. 229-7 et 229-22 du Code de l'environnement ainsi qu'aux actifs carbone visés dans un texte communautaire.

L'AMAFI serait naturellement prête à discuter avec la DGT de cette alternative qui présenterait l'immense avantage de préciser et valider le secteur d'activité souhaité – le marché du CO₂ – en reprenant les termes de la première solution (*v. supra § 10*), tout en s'appuyant sur la flexibilité offerte par la deuxième alternative à savoir une évolution par décret des autres actifs en concertation avec les acteurs concernés et l'AMF.

- **Extension aux nouveaux actifs concernés du champ des règles d'accès au marché et de négociation établies par l'entreprise de marché.**

14. Il paraît logique de prévoir que l'entreprise de marché qui établit les règles du marché doit également établir les règles relatives aux conditions d'accès au marché et de négociation (admission, suspension, radiation) des actifs, autres que des instruments financiers, qui pourront désormais être négociés sur un marché réglementé. L'AMAFI n'a donc pas de commentaire particulier sur les modifications proposées aux articles L. 421-10 et L. 421-14.

En revanche, le fait de prévoir dans un nouveau paragraphe V de l'article L. 421-15 du Comofi que « les dispositions applicables aux admissions, suspension et radiation des actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 sont fixées par le règlement général de l'AMF » paraît contradictoire avec ce qui précède. En effet, alors que l'article L. 421-10 prévoit expressément que ce sont les règles de marché qui « déterminent notamment les conditions d'accès au marché et d'admission aux négociations (...) des actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 (...), les conditions de suspension des négociations (...) des actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 », le nouveau paragraphe V semble donner compétence pour ces mêmes matières au règlement général de l'AMF. Certes les dispositions de l'article L. 421-15 concernant la suspension et la radiation n'ont pas été étendues aux nouveaux actifs. Mais les conditions de leur admission et suspension reste prévue à l'article L. 421-14 comme relevant des règles de marché.

Il en résulte une contradiction au moins apparente dans les textes qu'il convient de clarifier.

- **Détermination par le RG AMF des obligations de transparence avant et après négociation relatifs aux nouveaux actifs**

15. S'agissant des obligations de transparence avant et après négociation, la particularité des actifs concernés impose une réflexion particulière sur la teneur et le format des informations qui doivent être publiées. Il apparaît donc justifié de renvoyer au règlement général de l'AMF, comme il est proposé aux articles L. 421-21 et L. 421-22, le soin de déterminer les informations qui doivent être mises à la disposition du public.

II. En revanche, les conséquences de cette mesure (v. supra. § 4) doivent être renvoyées au niveau réglementaire de façon à permettre une concertation préalable avec les acteurs concernés

- **L'application au marché du carbone du dispositif « abus de marché » doit faire l'objet d'adaptations préalables par l'AMF – Son entrée en vigueur doit donc être retardée jusqu'à ce que l'AMF ait pu procéder, dans son règlement général, aux adaptations nécessaires**

16. Dès lors qu'un actif autre qu'un instrument financier peut être négocié sur un marché réglementé, il paraît logique de lui appliquer les sanctions relatives aux abus de marché. Toutefois la spécificité des actifs concernés exige impérativement que ce dispositif - dont on rappelle une fois encore qu'il a été conçu pour des instruments financiers et non pour des actifs industriels – soit adapté au préalable à la nature particulière de ces actifs.

Sur cette problématique particulièrement importante, l'AMAFI renvoie aux développements qu'elle a produits à l'occasion de sa contribution adressée récemment à la Commission européenne dans la perspective de la révision de la directive Abus de marché (*AMAFI / 10-44*).

17. Il faudrait donc prévoir que les modifications proposées aux articles L. 465-1, L. 465-2 et L. 466-1 qui visent l'utilisation d'informations privilégiées ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses portant sur « *les perspectives d'évolution* » des actifs concernés tout comme les dispositions de l'article L. 621-15 qui élargit le champ de compétence de la Commission des sanctions de l'AMF aux opérations d'initiés, manipulations de cours et diffusions de fausses informations n'entreront en vigueur qu'une fois réalisées par l'AMF les adaptations nécessaires pour prendre en compte l'application de ces dispositions au marché du carbone. Naturellement, il est souhaité que les modifications du RG AMF sur ce point fassent l'objet d'une véritable concertation préalable de Place.

Il est donc indispensable d'ajouter une disposition législative prévoyant que les articles de la LRBF relatives à ces questions n'entreront en vigueur qu'au jour de l'entrée en vigueur des dispositions d'adaptation nécessaire du le RG AMF.

- **L'application au marché du carbone de l'ensemble des dispositions de protection du client s'appliquant aux PSI doit faire l'objet au préalable d'une véritable réflexion concertée concernant les conséquences des mesures proposées pour éviter un régime de protection « à deux vitesses » non seulement préjudiciable aux clients mais également créateur de distorsions de concurrence nuisible à la Place de Paris**

18. En effet, comme cela a déjà été mentionné, les propositions formulées au paragraphe II du document de consultation ont des impacts qui, dans le souci de mener rapidement la présente consultation, n'ont manifestement pas été vraiment mesurés comme le révèle l'explication très courte qui figure dans la note explicative³.

Certes, il semble logique que les PSI, astreints à un certain nombre d'obligations issues notamment de la directive MIF (conservation des données, reporting des transactions, gestion des conflits d'intérêt, sauvegarde des droits des clients, règles de conduite etc...) lorsqu'ils agissent pour compte de tiers sur un marché réglementé portant sur des instruments financiers soient astreints aux mêmes

³ « Le II étend également à la fourniture de services d'intermédiation les dispositions de protection des clients s'appliquant aux prestataires de services d'investissement pour la fourniture de services d'investissement afin d'assurer une meilleure régulation des prestations d'intermédiation sur le marché au comptant du CO₂ ou les autres actifs envisagés ».

obligations lorsqu'ils agissent également pour compte de tiers en relation avec un actif carbone. Cette logique d'extension mésestime toutefois trois facteurs.

- D'abord, comme cela a été dit, il est difficile de préjuger que l'on puisse « plaquer » le dispositif MIF au marché du carbone sans avoir à procéder à des adaptations « techniques » pour tenir compte de la particularité de ces actifs.
- Ensuite, les PSI ne sont pas et ne seront pas à l'avenir les seuls professionnels à agir pour compte de tiers sur le marché du carbone. A cet égard, il faudrait d'ailleurs analyser avec précision les schémas d'intervention utilisés de façon à identifier tous les professionnels qui, de fait, quelle que soit la qualification retenue, agissent en réalité pour compte de tiers. Est-il juste et dans l'intérêt des clients que seuls les PSI soient astreints à de telles obligations alors que les autres intervenants qui n'ont pas la qualité de PSI n'y seraient pas astreints ? Quelle serait la cohérence d'un schéma prévoyant un niveau de protection totalement différent selon le professionnel avec lequel traite le client, surtout quand on sait que le plus souvent, ce dernier est peu attentif à cet aspect et beaucoup plus aux coûts qu'il supporte ?

Certes, on note l'ajout, à l'article L. 621-7, IV, du Comofi, d'un paragraphe 6 qui renvoie au RG AMF pour la détermination « *des conditions d'exercice, par les membres d'un marché réglementé, d'activités pour compte propre et pour compte de tiers sur des actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1* ». Mais un tel renvoi sera-t-il suffisant pour astreindre tous les membres du « nouveau » marché réglementé du carbone, PSI ou non PSI, aux mêmes obligations ?

- D'ailleurs, plus généralement, c'est la question de l'attractivité du marché français et de ses acteurs qui est en jeu. Car obliger tous les intervenants du marché (français ou non) à appliquer les obligations MIF, c'est risquer de détourner du marché français tous ceux qui n'ont pas d'obligation d'appliquer la réglementation française, au profit donc de plateformes étrangères. De même n'appliquer qu'aux acteurs français, voire aux seuls PSI français, ces obligations ne fait que les soumettre à de puissantes distorsions concurrentielles dont la légitimité demanderait à être établie.

Dans ce contexte, il n'est même pas certain qu'une solution intermédiaire, prévoyant que ces obligations ne s'appliqueraient que lorsque le client est français, soit adaptée : il faudrait d'abord vérifier que cela conduira le client à arbitrer effectivement en faveur des acteurs lui apportant ces protections.

19. C'est pourquoi l'AMAFI dans le délai très bref qui lui est imparti souhaite avant tout sensibiliser la DGT aux enjeux et risques afférents aux mesures proposées qui peuvent avoir des conséquences graves pour la Place de Paris. Elle souhaite donc que l'ensemble des dispositions relatives aux obligations applicables aux acteurs du « nouveau » marché réglementé du carbone soit renvoyé au niveau réglementaire de façon à permettre au préalable une analyse approfondie et concertée des conséquences des mesures qui pourront être prises.

L'AMAFI est naturellement à la disposition tant de la DGT que de l'AMF pour participer aux travaux de Place qui doivent impérativement être engagés dès la rentrée sur cette question

III. Un système de supervision du marché du CO₂ fondé sur une coopération de l'AMF avec la CRE paraît justifié

20. L'AMAFI est favorable à une centralisation de l'autorité et de la surveillance par l'AMF du marché du CO₂ avec toutefois une excellente coordination en termes de moyens et de pouvoirs avec la CRE qui devra nécessairement assister l'AMF sur le plan technique dans le suivi périphérique (Electricité et Gaz). Elle n'a donc pas de commentaire particulier sur les propositions qui sont faites.

