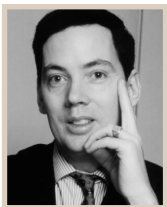


DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

Marché des quotas de gaz à effet de serre : une usine à gaz juridique



Hubert de Vauplane

BNP Paribas
Université
Paris II -
Panthéon-Assas

Le développement du marché de quotas de gaz à effet de serre n'est pas sans poser de nombreuses questions juridiques : définition des quotas, qualifications des opérations – constituent-elles des instruments financiers à termes ? Bénéficient-elles du *netting* ? –, capacité des établissements financiers à opérer sur ce marché.

Le marché des gaz à effet de serre s'inscrit dans le cadre plus vaste du protocole de Kyoto de diminution globale des certains gaz de carbone et permet aux sites de production de s'échanger leurs quotas d'émission de gaz entre ceux qui ont besoin d'accroître leur émission et ceux qui n'utilisent pas tous leurs quotas. Il a entraîné une vague de création en Europe de nouvelles bourses d'échanges de quotas de gaz à effet de serre après l'entrée en vigueur de la directive communautaire du 13 octobre 2003 [1], et notamment depuis le 24 juin 2005 celle de Powernext Carbon en France. Or, le développement de ce marché de quotas de gaz à effet de serre n'est pas sans poser de nombreuses questions juridiques.

QUALIFICATION DES QUOTAS D'ÉMISSION

La première difficulté juridique tient à la qualification de ces quotas et des produits financiers basés sur ceux-ci. Le débat sur la nature juridique des

“droits à polluer” est obscurci par les problèmes de définition. Le quota correspond aux *allowances* de droit anglais [2] : il désigne tout ou partie des quantités attribuées *ab initio* par l'État aux sites de production (“installations classées”). En tant que tel, il relève de la catégorie des droits subjectifs encadrés dans le temps, sans qu'il soit pour autant possible de le qualifier autrement que d'instrument *sui generis* [3]. Le quota doit être distingué du “crédit”, traduction des *credits* américains : celui-ci représente la différence entre la quantité d'émission autorisée (le quota) et celle effectivement émise. Il ne s'agit pas d'autre chose que du permis d'émission négociable. La différence entre quota et crédit est donc une distinction de nature : celui-ci représentant l'engagement de réduction alloué par l'État dans le cadre de ses propres engagements internationaux alors que celui-là constitue le bien négociable sur le marché attribué à chaque installation classée. Toujours est-il que beaucoup continuent de confondre quo-

tas et crédits, à commencer par le législateur national (cf. *infra*). Ces précisions apportées, le débat juridique s'est porté sur la classification en droit privé ou en droit administratif. Là encore, tout dépend de quoi l'on parle, d'où l'intérêt de distinguer quotas et crédit : l'autorisation d'émettre des gaz à effet de serre (le quota) constitue sans conteste un acte administratif unilatéral et individuel soumis à un régime de droit public et à la compétence des juridictions administratives, alors que le “crédit” relève du droit privé.

L'ordonnance de transposition du 15 avril 2004 de la directive précitée vient apporter un certain nombre de précisions à ces discussions, sans lever toutes les interrogations, notamment quant à la distinction entre quotas et crédits. L'article L. 229-7 du Code de l'environnement définit le quota comme “une unité de compte représentative de l'émission de l'équivalent d'une tonne de dioxyde de carbone”. Quant à l'article L. 229-15 I du même Code, il lève un certain nombre d'interrogations en édictant que “les quotas d'émission de gaz à effet de serre délivrés aux exploitants d'installations autorisées à émettre ces gaz sont des biens meubles exclusivement matérialisés par une inscription au compte de leur détenteur dans le registre national [des quotas d'émission]. Ils sont négociables, transmissibles par virement

Entreprises d'investissement Cantonement des fonds de la clientèle

● On sait que les entreprises d'investissement doivent ségréger les fonds déposés par leur clientèle, qu'il s'agisse du solde créditeur des comptes espèces, des sommes déposées à titre de couverture, garantie ou appel de marge, et des sommes liées aux opérations de règlement livraison. Un arrêté du ministre de l'Économie (17 juin 2005, JO du 25 juin 2005, p. 10569) précise les conditions dans lesquelles les entreprises d'investissement déposent sur un ou plusieurs comptes ouverts à cet effet sur les livres d'un ou plusieurs établissements de crédits des actifs éligibles d'une valeur au moins égale à celle des fonds remis par leurs clients.

Période d'offre publique

Obligation de concentration

● En attendant la disparition de l'obligation de concentration des ordres sur un marché réglementé lors de la transposition de la directive MIF, cette règle continue de poser un certain nombre de difficultés juridiques. La dernière en date porte les conditions d'application de cette disposition au cas des opérations nouées avant la période d'offre publique mais dont le dénouement intervient pendant celle-ci. Très opportunément, le Comité juridique de l'AFEI apporte des précisions utiles sur cette question (AFEI / 05-49, 6 juillet 2005). L'association professionnelle considère ainsi que le dénouement d'une opération n'est pas assimilable à une "transaction" au sens du Code monétaire et financier. En conséquence, les opérations portant sur un titre objet d'une offre publique conclues antérieurement à l'ouverture de l'offre peuvent être dénouées pendant la période d'offre conformément aux termes de l'accord passés entre les parties.

Rapport OICV

Les fraudes financières dans les activités de marché

● L'OICV a publié en mars 2005 un rapport identifiant les faiblesses des marchés financiers dans le domaine de la lutte contre les fraudes financières [4]. Le document part du constat que les nombreux scandales financiers de ces dernières années (Enron, Parmalt, WorldCom, Global Crossing...) ont non seulement causé des dommages financiers irréparables aux investisseurs, mais aussi profondément affecté la confiance de ces investisseurs dans le fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers. Tout comme la directive européenne Abus de marché, le rapport souligne que seule la confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers permet une stabilité financière et une prospérité économique. En conséquence, le rapport a enquêté sur les difficultés réglementaires liées à ces scandales. À cet égard, le rapport préconise l'adoption de lignes directrices permettant de mieux lutter contre ces fraudes: la mise en œuvre de tous les standards OICV par tous les membres de l'organisation, et la confirmation que la coopération entre régulateurs et bourses doit utiliser la voie du Memorandum of Understanding établi par l'OICV et enfin l'ouverture d'un dialogue avec les juridictions les moins coopératives.

de compte à compte et confèrent des droits identiques à leurs détenteurs". Prenant clairement partie sur le caractère de bien meuble, le Code de l'environnement poursuit en indiquant que "le transfert de propriété des quotas résulte de leur inscription, par le teneur de registre national, au compte du bénéficiaire à la date et dans les conditions définies par décret". Le rapprochement avec le régime des instruments financiers inscrits en compte est frappant. La similitude s'arrête cependant là dans la mesure où les quotas/crédits ne sont pas des instruments financiers. Il semble en effet difficile de qualifier d'instruments financiers les quotas, notamment du fait de la rédaction de l'article L. 211-1 II du Code monétaire et financier qui ajoute à la liste des instruments financiers à terme les contrats à terme sur quotas d'émission de gaz à effet de serre, ce qui laisse entendre a contrario que l'actif sous-jacent n'est pas un instrument financier et laisse sans réponse le point de la qualification de cet actif. Application des règles du *close out netting* aux opérations effectuées sur Powernext Carbon.

Powernext Carbon est un marché organisé de gré à gré d'échanges au comptant de tonnes d'équivalent dioxyde de carbone (quotas) exprimées en euros. Ce marché est né de la collaboration entre Powernext, la filiale d'Euronext opérant sous forme de MTF (Multilateral Trading Facilities) qui a déjà lancé un marché d'électricité, et la Caisse des Dépôts et Consignation qui intervient comme gestionnaire du mécanisme de livraison contre paiement et assume le rôle d'intermédiaire sécurisant les engagements financiers et les engagements de livraison pris par les membres de la bourse lors des transactions. Les opérations réalisées sur Powernext Car-

bon bénéficient-elles du régime favorable de compensation avec déchéance du terme (*netting*) ? Tout dépend de la qualification de ces opérations. Si celles-ci sont qualifiées d'instruments financiers à terme, elles bénéficient sans aucun doute du *netting*. Or, l'on a vu que les modalités de fonctionnement du marché Powernext Carbon qualifient celui-ci de marché au comptant. Reste à s'entendre sur ce que l'on entend par "comptant". À défaut de disposer d'une définition pour celui-ci, il existe une définition des instruments financiers à terme. Les échanges de quotas sur Powernext Carbon, malgré ce que disent les règles de fonctionnement du marché, peuvent-elles être qualifiées d'instruments financiers à terme ? Une première difficulté tient à la rédaction de l'article L. 211-1-II-4° du Code monétaire et financier qui définit les instruments financiers à terme comme ceux portant sur des marchandises ou des quotas d'émission de gaz à effet de serre "lorsqu'ils font l'objet en suite de négociation [...]". On ne sait pas le sens à donner à l'expression "en suite de négociation", qui semble vouloir restreindre – mais à quel titre ? – le bénéfice de la définition aux seules opérations effectuées sur un marché

réglementé ou organisé (il n'y a de négociations que sur un marché multilatéral alors qu'un marché de gré à gré fait l'objet de cessions). Quoi qu'il en soit, la difficulté n'est pas tant là que sur la différence entre une opération au comptant et une opération à terme. Le législateur n'a ni défini ni encadré le terme. Il a préféré qualifier les instruments financiers à terme non pas au regard du "terme" (l'échéance des obligations de livraison et de règlement) mais par rapport à leurs caractéristiques propres (soit un enregistrement auprès d'une chambre de compensation ou la pré-

“Les opérations sur Powernext Carbon ne font l'objet ni d'enregistrement auprès d'une chambre de compensation ou d'appels de marge ni de règlement par différentiel. Il n'est donc pas possible de les qualifier d'instruments financiers à terme au sens du droit français.”

sence d'appels de marges, soit une faculté de dénouement par règlement différentiel). Or, les opérations sur Powernext Carbon ne font l'objet ni d'enregistrement auprès d'une chambre de compensation ou d'appels de marge ni de règlement par différentiel. Il n'est donc pas possible de les qualifier d'instruments financiers à terme au sens du droit français. La transposition de la directive MIF, qui comporte une nouvelle définition dans son annexe I (section C – 10°), ne devrait pas de ce point de vue bouleverser la donne. Mieux, le terme prévu contractuellement par Powernext Carbone est un terme journalier, c'est-à-dire que le règlement livraison a lieu à la fin de la journée de négociation. L'exemple du marché d'électricité est ici instructif dans la mesure où les opérations qualifiées de *day-ahead* sont considérées par l'AMF comme des opérations à terme puisqu'une journée sépare la négociation et la livraison. Mais notons qu'il s'agit là d'un critère réglementaire non prévu par le législateur. Dans la mesure où les quotas ne sont ni des instruments financiers à terme ni de simples instruments financiers, le bénéfice de l'article L. 431-7-1-1° du Code monétaire et financier (qui ouvre le bénéfice du *netting* à toutes les parties à une opération sur instrument financier du moment que l'une des parties est une institution régulée) est sans conteste fermé. La réponse est plus délicate s'agissant de la disposition du 2° du même article dans la mesure où celui-ci permet d'effectuer un *netting* dès lors que l'opération donne lieu à "un règlement en espèces ou une livraison d'instruments financiers". Ce dispositif est toutefois réservé aux seules institutions financières régulées, ce qui pose un premier problème dans la mesure où, comme on l'a vu, les membres de Powernext Carbon ne sont pas tous assujettis à tel régime. Il est vrai que le fait que la Caisse des Dépôts et Consignations s'interpose entre chaque opé-

“Le marché Powernext Carbon est ouvert à tous, contrairement à celui portant sur l'électricité. Dès lors, aucune restriction ne devrait exister pour les intervenants susceptibles d'effectuer des transactions sur ce marché.”

NOTES

[1] "Powernext veut sa part de marché européen des droits à polluer", *Le Monde*, daté du 22 juin 2005, p. 17.

[2] Le terme "quota" est à cet égard trompeur car il pourrait laisser entendre qu'il existe un rapport avec le quota laitier, alors qu'il en diffère profondément par ses caractéristiques.

[3] Le caractère moral de ce droit est discuté, certains considérant que le "droit à polluer" est un droit négatif et immoral. Voir S. Lepeltier, "Maîtriser les émissions de gaz à effet de serre : quels instruments économiques?", Sénat, rapport d'information n° 346.

[4] Report on Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud,

rateur et que celle-ci fait partie des institutions bénéficiant de par son statut du *netting*, permettrait de considérer que dès lors que l'un des intervenants ressort d'un régime de régulation visé par l'article L. 431-7, l'opération est alors systématiquement conclue entre deux institutions bénéficiant du *netting*. Mais surtout, la difficulté tient à l'expression "règlement en espèces ou livraison d'instruments financiers" : s'agit-il d'une locution alternative ou copulative ? Autrement dit, l'opération doit-elle donner lieu soit un règlement, soit une livraison nonobstant les parties à la transaction, ou bien à un règlement pour l'une des parties et donc une livraison pour l'autre partie à un même contrat ? La réponse n'est pas claire et les travaux parlementaires sur ce texte inexistant. Dès lors, c'est une véritable incertitude qui existe ici même si, pour notre compte, nous ne voyons pas de raison de retenir une lecture restrictive de cette disposition.

OPÉRER SUR LE MARCHÉ DES GAZ À EFFET DE SERRE

Le marché Powernext Carbon est ouvert à tous, contrairement à celui portant sur l'électricité. Dès lors, aucune restriction ne devrait exister pour les intervenants susceptibles d'effectuer des transactions sur ce marché. Pourtant, la question se pose concernant les établissements de crédit et les entreprises d'investissement compte tenu du principe de spécialité. On sait en effet que ces établissements bénéficient d'un monopole pour les activités bancaires et de services financiers. Ainsi, l'article L. 511-3 du Code monétaire et financier dispose que les établissements de crédit ne peuvent pas exercer à titre habituel une activité autre que celle portant sur des opérations de banque ou connexe, sauf dans les conditions prévues par le ministre de l'Économie (ce que l'on appelle alors les activités extra-bancaires).

Une disposition similaire – quoi que rédigée de façon plus souple – existe pour les entreprises d'investissement (art. L. 531-7 du Code monétaire et financier). La réglementation actuelle n'est pas claire quant à la possibilité pour ces établissements d'effectuer des opérations au comptant sur quotas de gaz à effet de serre, et plus largement pour les opérations qui ne se rattachent directement ni à des opérations de banques, ni à des opérations connexes, ni à des opérations auxiliaires. Or, en dehors de ces trois catégories, il n'est pas possible pour un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement de réaliser des opérations hors de ce champ. Sans nul doute, les transactions sur quotas ne sauraient être considérées comme des opérations de banques ou de services d'investissement. Reste alors à s'interroger sur leur qualification d'opérations connexes ou auxiliaires. S'agissant des premières, l'article L. 311-2 dispose que les "établissements de crédit peuvent aussi effectuer les opérations connexes à leur activité telles que...", ce qui laisse entendre que la liste indiquée n'est pas limitative. Le problème tient ici en ce que la notion d'opérations connexes n'est pas définie et que l'énumération actuelle ne vise pas les opérations sur quotas. Quant aux activités extra-bancaires visées par le règlement CRBF 86-21, elles souffrent tout comme précédemment de la même difficulté d'énumération. Si l'esprit de ces dispositions ne s'oppose pas à ce que les établissements de crédit et entreprises d'investissement puissent effectivement intervenir sur ce marché tout comme sur celui de l'électricité – comme le CECEI l'a d'ailleurs confirmé de façon nominative à certains d'entre eux – la lettre de ces textes souffre pour le moins d'un défaut de rédaction qui ne tient pas compte des évolutions des marchés financiers (ainsi, pourquoi ces établissements pourraient intervenir sur l'or, les métaux précieux, et pièces et pas sur les quotas ?). Tout ceci mérite clarification. ■