

Contrats à terme de marchandises et instruments financiers : alignement de la DSI sur la Loi MAF

Aujourd'hui, la Commission européenne et le CMF précisent la notion de contrat à terme de marchandises et en confortent la qualification d'instrument financier à terme. Une question demeure cependant : qu'est-ce qu'un instrument financier à terme ?

■ La protection des investisseurs et l'intégrité des marchés financiers constituent les deux piliers fondant la légitimité de la DSI¹ et de la Loi Maf². C'est en s'appuyant à nouveau sur ce socle fondamental que la Commission européenne a, le 19 novembre 2002, proposé, non pas seulement de réviser la DSI, mais bel et bien de la remplacer par un nouveau texte propre à en combler les carences. L'un des reproches régulièrement adressés à la DSI est de ne pas couvrir tout l'éventail des services offerts aux investisseurs, en particulier, la négociation portant sur les instruments dérivés sur produits de base. Cet « oubli » entraîne d'importantes conséquences.

En premier lieu, les services sur ces produits dérivés, bien que qualifiés d'instruments financiers sous l'empire de certaines législations nationales, ne rendent pas éligibles les entreprises qui les fournissent, au bénéfice du passeport européen. Pourtant, la directive régissant l'adéquation des fonds propres les soumettent à l'obligation de couvrir par des fonds propres leur exposition aux risques inhérents à ces instruments³. En second lieu, les entreprises spécialisées dans ce type d'opérations ne sont soumises à aucune des obligations ni ne bénéficient d'aucun des droits résultant de la DSI et applicables aux entreprises d'investissement. En troisième lieu, les plates-formes permettant la négociation de ces instruments dérivés ne peuvent se prévaloir de la DSI pour l'admission de membres à distance ou le placement à distance d'écrans de négociation.

Le législateur français avait pris le

pas sur le législateur européen en faisant, dès 1996, du « contrat à terme sur toutes marchandises et denrées », un instrument financier désormais visé à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier. Demeure, cependant, la question mise en lumière par le Conseil des marchés financiers (CMF)⁴ de savoir si tout contrat à terme sur marchandise ou denrée constitue un instrument financier, question à laquelle la Commission européenne propose une réponse similaire à celle suggérée par l'autorité de marché française. Incidemment, on relèvera que les deux autorités ont réussi à échapper à la difficile question de la définition de la notion d'instrument financier à terme et, plus largement, de celle d'instrument financier.

Les caractéristiques des contrats à terme sur marchandises

Les deux autorités s'accordent pour distinguer les contrats commerciaux à terme, des contrats financiers à terme sur marchandises, sur le fondement de deux critères alternatifs. Le premier de ces critères réside dans les modalités de dénouement des contrats. Si un contrat à terme se dénoue par le paiement d'une somme d'argent (*cash settlement*), alors il entre dans la catégorie des instruments financiers à terme. Une nuance oppose toutefois les deux autorités. Pour la Commission européenne, le dénouement en espèces constitue une condition impérative à la qualification du contrat concerné en instrument financier à terme, alors que, pour le

CMF, cette modalité ne devrait être conçue que comme une alternative. En d'autres termes, le seul droit, et non l'obligation, conféré à l'un des cocontractants lors de la conclusion du contrat, d'exécuter son obligation par le paiement d'une somme d'argent, est suffisant pour ériger, aux yeux du CMF, ledit contrat à terme sur marchandise en un instrument financier à terme, quand bien même le cocontractant concerné résoudrait, in fine, son obligation par une livraison de la marchandise sous-jacente (*physical settlement*). Le deuxième critère de nature à qualifier, en l'absence du premier, un contrat à terme sur marchandises en un instrument financier à terme serait satisfait dès lors qu'existe un mécanisme permettant soit la compensation des opérations, soit des appels de couverture, ces appels devant être, réguliers pour le CMF, journaliers pour la Commission.

Tour de force juridique

Selon les deux autorités, ne serait pas tenue d'obtenir l'agrément de prestataire de services d'investissement, l'entreprise négociant des contrats à terme sur marchandise à titre accessoire d'une activité principale qui, selon le CMF, serait une activité de production, de transformation, de distribution ou de vente de marchandise ou, selon la Commission européenne, lorsque cette activité principale ne consisterait pas en la fourniture de services d'investissement. La Commission ajoute que cette négociation de contrats à terme doit être effectuée pour compte propre. En outre, les

Alain Gauvin
Docteur en droit,
responsable marchés
de capitaux
Coudert Frères, Paris



prestataires agréés pour fournir des services d'investissement sur les instruments financiers à terme sur marchandises pourraient, à titre accessoire, réaliser des opérations sur les marchandises en question, élément sous-jacent des instruments financiers qu'ils négocieraient à titre principal.

«Les deux autorités auront réussi, par deux démarches différentes, ce tour de force juridique de modifier ou de préciser un concept, l'instrument financier, sans le définir.»

Il convient de relever le mérite de chacune de ces deux autorités. La Commission européenne, en effet, par l'harmonisation qu'elle propose, accroît la sécurité des marchés financiers. Le CMF, lui, dessine les contours d'un instrument, le contrat à terme sur marchandises et denrées, distingue ce qui est financier de ce qui ne l'est pas, et, indirectement, précise les frontières des marchés financiers. Mais les deux autorités auront réussi, par deux démarches différentes, ce tour de force juridique de modifier ou de préciser un concept, l'instrument financier, sans le définir. La Commission européenne s'est contentée d'empiler un nouvel instrument dans ceux existants, tandis que le CMF s'est livré, sur la notion de contrat

à terme, à une analyse dont on aurait souhaité qu'elle porte sur le concept d'instrument financier.

Les limites de la démarche

Empiler ou définir une notion, le contrat à terme sur marchandises, pour l'assimiler à une notion globalisante elle-même indéfinie, l'instrument financier, ne nous semble pas de nature à assurer la sécurité juridique des opérations qui les impliquent. Or, la sécurité des marchés financiers est une préoccupation constante de toutes les autorités, nationales ou communautaires. L'idée du législateur européen, en 1993, et du législateur français, en 1996, était d'aborder l'instrument financier de manière pragmatique, de façon à en faire un ensemble souple capable d'inclure au fil du temps les produits de la création financière. On voit, aujourd'hui, les limites de cette démarche, les autorités étant contraintes de s'interroger à nouveau: les propositions de la Commission européenne et du CMF constituent les indices d'un échec qui pouvait être annoncé dès 1993. Les pouvoirs publics ne pourront sans doute pas faire l'économie d'une réflexion approfondie en vue de déterminer conceptuellement la notion d'instrument financier. ●

1 Directive sur les services d'investissement 93/22/CEE du 10 mai 1993.

2 Loi de modernisation des activités financières 96-597 du 2 juillet 1996 qui a introduit la DSI en droit français.

3 Directive sur l'adéquation des fonds propres 93/6/CEE du 15 mars 1993.

4 *Revue CMF*, n° 54, 12/2002-01/2003, p. 93.