

DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

Limiter les effets de la spéculation sur les “biens vitaux de l’Homme”



Hubert de Vauplane

Directeur des affaires juridiques
Crédit Agricole SA,

Professeur associé
Université Paris II
Panthéon-Assas

AEDBF Europe



Delphine Mariot-Thoreau

Responsable juridique nouveaux produits
Calyon

Chargée d'enseignement
Université Paris I
Sorbonne

AEDBF Europe

Les opinions exprimées n'engagent que les auteurs et non leur société.

Il est illusoire de penser limiter juridiquement la spéculation. Mais il est possible d'atténuer ses effets sur les actifs liés aux droits fondamentaux, tels que les produits agricoles, voire énergétiques, l'eau ou l'air. Ils pourraient être identifiés par la création d'une nouvelle catégorie juridique*, les “biens vitaux de l'Homme”.

Les excès de la spéculation sont aujourd'hui dénoncés comme étant à la source des nombreux maux dont souffre l'économie mondiale. Véritable bouc émissaire de la crise financière et économique, la spéculation est devenue suspecte, voire parfois illégitime, au point que des voix de plus en plus nombreuses se lèvent pour l'interdire. Mais prohiber par une loi ou un règlement toute spéculation, c'est décréter que le soleil tourne autour de la terre : l'action législative n'a pas de prise sur la pensée humaine. Or, la spéculation est d'abord et surtout une question de comportement individuel, d'éthique de l'individu, mais aussi de comportement collectif. Il est donc illusoire de penser juridiquement limiter la spéculation [1]. En revanche, il reste possible de limiter les effets des opérations spéculatives par des mesures réglementaires ou législatives, même si celles-ci ne peuvent avoir qu'une portée restreinte. Car si la spéculation est une question d'intentionnalité, l'opération spéculative peut être juridiquement objectivée.

PAS DE DÉFINITION JURIDIQUE POSITIVE DE LA SPÉCULATION

Le droit positif français ne définit pas la spéculation, pas plus qu'il n'utilise ce terme dans les différents codes. La doctrine juridique la définit généralement comme une opération dont la motivation doit être la recherche de profit, ce qui, dans une économie libérale, couvre pratiquement tous les contrats commerciaux et une partie des contrats civils. C'est pourquoi à ce premier critère d'intentionnalité, s'ajoute celui de la temporalité. La spéculation est l'opération d'achat pour revente d'un bien ou d'un actif dans le dessein d'obtenir rapidement un profit. Le court terme est l'horizon de la spéculation : il n'y a pas de spéculation à long terme. Mais pour être complet, à ces deux critères, il convient d'en rajouter un troisième, lié à l'objet du contrat : la spéculation est une opération dont l'objet est déconnecté du bien ou de l'actif sur lequel porte le contrat. Seule importe la chance de gain à court terme, sans considération quant aux raisons économiques propres à l'actif ou au bien sur lequel joue l'opération. La spéculation peut ainsi s'étendre sur tout type de bien ou d'actif du seul fait que les chances



de gains à court terme existent, peu importent les considérations économiques de base.

TENTATIVES DE LIMITATION DE LA SPÉCULATION ET LIBERTÉ DU COMMERCE

Historiquement, des opérations portant sur instruments financiers ont été interdites pendant un certain temps : il s'agit, par exemple, de l'interdiction de revente des actions attribuées aux salariés dans le cadre des dispositions relatives à la participation des salariés au capital ou encore des clauses d'incessibilité dans certains pactes d'actionnaires. Mais ces exceptions sont peu nombreuses, car non conformes au principe fondamental de liberté

[1] Cf. *Revue Banque, Lutte contre la spéculation : le retour aux vieilles recettes*, octobre 2008, n° 706, p. 79.

Droit et jurisprudence des opérations spéculatives

■ Si le droit positif ne connaît pas la spéculation, il n'ignore pas les opérations spéculatives. Ainsi, le droit comme la jurisprudence ont eu à distinguer la spéculation licite de la spéculation illicite. Reprises de dispositions datant de l'Ancien Régime, les articles 419 et 420 du Code pénal de 1810 réprimaient l'altération des prix au regard de ceux qui auraient été déterminés par la concurrence naturelle et libre. Les articles 421 et 422 du même Code punissaient les paris faits à la hausse ou à la baisse sur les effets publics, dispositions que l'on regroupait sous l'expression de "délits de spéculation illicite". Ce qui laissait clairement entendre que par nature, la spéculation était licite, sauf exceptions. Dans tous ces articles, la répression portait sur l'atteinte à la formation

du prix, ce qui conduisait à opérer une différence entre le prix "juste" et le prix "altéré", la difficulté consistant alors à déterminer ce que constitue un "juste prix", ou "prix normal" ou "prix naturel". Ces dispositions, élaborées dans le cadre d'une économie agricole, ont très vite trouvé leurs limites en matière boursière et financière. Les articles 421 et 422 du Code pénal ont été abrogés par la loi de 1885 qui reconnaissait valides les marchés à termes. Quant aux articles 419 et 420 du Code pénal, ils ont été abrogés par l'ordonnance du 1^{er} décembre 1986 relative à la liberté des prix et de la concurrence et remplacés, partiellement, par l'article L. 443-2 du Code de commerce et L. 465-2 du Code monétaire et financier sur les manipulations de marchés.



du commerce. Plus récemment et en réponse aux excès des mouvements boursiers depuis l'été 2008, un grand nombre de régulateurs ont procédé à la limitation, l'encadrement, voire même l'interdiction des ventes à découvert sur certains types ou catégories d'actions, en particuliers les titres des banques. Dans un registre identique, ces mêmes régulateurs ont rehaussé les seuils de dépôts de garantie et appels de marge dans certaines opérations sur produits dérivés listés. L'efficacité de ces mesures est relative, certaines voix indiquant que celles-ci ne faisaient que repousser "ailleurs" la spéculation à la baisse sur les titres objets de mouvements spéculatifs (comme les produits dérivés de gré à gré dont la gestion en delta

neutre oblige à se couvrir en vendant les titres sur le marché). Ces recettes traditionnelles sont donc insuffisantes. D'autres mesures, plus radicales, existent pour limiter les effets de la spéculation. Toute la question est alors de déterminer le niveau des dispositions à prendre pour une certaine efficacité. Plusieurs solutions sont possibles. Celle que nous proposons relève clairement de l'ordre éthique : certains actifs doivent être protégés compte tenu de leur nature même.

LIBERTÉ DE COMMERCE ET DROIT À L'ALIMENTATION

Si la liberté du commerce est un droit pour tout être humain reconnu par de nombreux traités interna-

tionaux, le droit à l'alimentation est un droit fondamental, reconnu lui aussi par des textes internationaux : article 25 de la Déclaration universelle des Nations unies de 1948, mais surtout article 11 du Pacte international relatif aux droits économiques, sociaux et culturels des Nations unies de 1999. Or, dans quelle mesure ces deux droits peuvent-ils cohabiter sans heurts ? Il s'agit là du conflit classique entre une liberté économique et un droit fondamental de l'Homme. Or, s'il ne fait pas de doute au niveau des principes que le premier doit s'effacer devant le second, la pratique est toute différente.

“La spéculation est une opération dont l'objet est déconnecté du bien ou de l'actif sur lequel porte le contrat ; seule importe la chance de gain à court terme.”

À cet égard, il est intéressant de se rappeler que les institutions de Bretton Woods, le gouvernement des États-Unis et l'Organisation mondiale du commerce refusent de reconnaître l'existence même d'un droit de l'homme à l'alimentation et imposent aux États les plus vulnérables le Consensus de Washington qui "privilégie la libéralisation, la déréglementation, la privatisation et la compression des budgets nationaux des États, modèle qui, dans bien des cas, génère

encore plus d'inégalités" [2]. Or, la spéculation sur les denrées alimentaires de base est source de perturbations sur les prix de ces denrées, et l'utilisation de produits dérivés avec des sous-jacents agricoles ou énergétiques ne fait qu'accentuer les fortes variations, à la hausse comme à la baisse de ces prix. Ainsi, un rapport récent remis au Comité de l'Agriculture de la Chambre des représentants des États-Unis indique que la spéculation sur les matières premières aurait coûté 110 milliards de dollars à l'économie américaine [3]. C'est dans ce cadre qu'il semble essentiel de "protéger" certains actifs en limitant les effets de la spéculation sur ces derniers.

CERTAINS ACTIFS NE SONT PAS DES BIENS "ORDINAIRES" ET DOIVENT ÊTRE PROTÉGÉS

Reste alors à déterminer ces actifs et à les définir. S'agissant des actifs eux-mêmes, on peut considérer comme actifs "protégeables" les denrées alimentaires et d'une manière générale les produits agricoles, l'eau, l'air et, dans une certaine mesure, certains produits énergétiques. Mais comment alors qualifier juridiquement de tels biens? Le droit international public connaît les notions de biens publics mondiaux, de patrimoine commun de l'Humanité [4], et le droit privé admet l'existence de biens inaliénables. Mais

«L'utilisation de produits dérivés avec des sous-jacents agricoles ou énergétiques ne fait qu'accentuer les fortes variations, à la hausse comme à la baisse de ces prix.»

aucune de ces définitions n'est ici pertinente. Pas plus que celle issue de la classification traditionnelle du droit civil des biens entre "biens marchands" et "biens non marchands" [5]. Pour notre part, nous considérons possible la création d'une nouvelle catégorie juridique: les "biens vitaux de l'Homme" [6]. Il s'agit de biens qui, tout en étant dans le commerce, voient certaines opérations spéculatives les concernant interdites ou limitées car nécessaires à la survie de l'espèce humaine. Ainsi, parmi les mesures proposées pour cette nouvelle catégorie de biens, il serait justifié de limiter voire même d'interdire à certains opérateurs financiers d'intervenir dès lors que ceux-ci n'entretiennent aucune activité directe avec l'actif sous-jacent. Il faudrait bien sûr les distinguer selon la nature des activités de ces intervenants, mais il nous paraît parfaitement légitime d'interdire purement et simplement à certains d'entre eux (fonds de pension, caisse de retraite, certains OPCVM...) d'effectuer tout type d'opérations sur ces "biens vitaux de l'Homme". De la même manière, le recours aux produits dérivés pourrait être limité aux seuls besoins de couverture.

Une autre idée, complémentaire aux précédentes, consiste à prohiber les dénouements de produits dérivés sur "biens vitaux de l'Homme" lorsqu'il s'agit de dénouement par différentiel (*cash settlement*). On peut même s'interroger sur la légitimité d'émettre des *warrants* financiers sur ces biens, les investisseurs dans

ces produits n'étant attirés que par les chances de gains et non par la détention des actifs sous-jacents. Plus généralement, et au-delà de la notion même de "biens vitaux de l'Homme" au moins à titre spéculatif, ne convient-il pas de limiter les effets de la spéculation de façon plus large, en y incluant les opérations sur dérivés climatiques, voire même sur certains dérivés énergétiques?

UNE VOLONTÉ POLITIQUE ET CITOYENNE EST NÉCESSAIRE

Si le recours aux produits dérivés reste indispensable au bon fonctionnement d'une économie de marché, la limitation des effets de la spéculation par la restriction de l'utilisation des produits dérivés sur certains actifs considérés comme "biens vitaux de l'Homme" est possible; à la condition toutefois que les organes de régulation et les pouvoirs publics nationaux se mettent d'accord pour imposer des règles nouvelles. C'est donc une volonté politique qui est nécessaire aujourd'hui. Et ce, pour le bien-être (la survie?) de l'Humanité.

Ne faut-il pas à un moment, imposer des limites à l'appât du gain quand certaines populations se trouvent touchées de plein fouet par des famines à répétition[7] (HAÏTI: les émeutes de la faim, galettes de terre).

Certes il serait trop facile d'en imputer la seule responsabilité à la spéculation et aux intervenants sur les marchés financiers, les changements climatiques et alimentaires en sont aussi responsables mais plus personne ne peut désormais nier que les excès de certains acteurs ont accentué le phénomène.

Ne faut-il pas aussi penser que quelque part c'est pour répondre à la demande de clients à la recherche d'une performance toujours plus attractive que certains produits ont été créés. ■

[2] Conseil des droits de l'Homme de l'ONU, Rapport du rapporteur spécial sur le droit à l'alimentation, J. Ziegler, 10 janvier 2008: "Trois aspects de ce processus général de privatisation et de libéralisation ont des conséquences particulièrement catastrophiques pour le droit à l'alimentation: la privatisation des institutions et des services publics, la libéralisation du commerce agricole et le modèle de réforme foncière fondé sur le marché. Ces politiques vont à l'encontre de la résolution sur le droit à l'alimentation adoptée par l'Assemblée générale le 18 décembre 2007: A/62/439/Add.2, résolution XVII".

[3] Les Échos des 6 et 7 février 2009, p. 31.

[4] Le concept de patrimoine commun de l'Humanité est apparu en 1967, lancé par l'ambassadeur de Malte (Pardo) lors de la 3^e conférence du droit de la Mer. Ce concept est inscrit dans la déclaration générale des Nations Unies de 1970 sur les principes régissant les fonds des mers et des océans et la Charte des droits et des devoirs économiques des États (1974).

[5] Il existe des biens que l'on appelle "hors commerce" qui, par nature, ne peuvent pas s'échanger sur des marchés et qui ne possèdent pas de valeur marchande. Ils ne peuvent légalement faire l'objet de transaction. C'est le cas des ventes criminelles, des biens publics ou du corps et de la liberté des hommes. D'autres biens sont qualifiés de non marchands en raison de l'absence de valeur marchande. Il s'agit à la fois des biens dont la valeur est difficilement évaluable et des biens dont la traduction monétaire de la valeur est complexe.

[6] Cf. *Revue Banque*, Les marchés à terme sont-ils encore intègres face aux excès de la spéculation?, novembre 2008, n° 707, p. 85.

[7] L'ONU déclare qu'il manque 33 millions d'euros pour nourrir les populations haïtiennes.