

Le difficile équilibre entre sécurité juridique et économique : le cas français

Les contrats à terme sur marchandises sont-ils des instruments financiers ?

Ce raccourci que tente d'imposer la nouvelle DSI est loin d'être évident. C'est l'enjeu auquel a tenté de répondre le CMF sans trouver l'équilibre entre sécurité juridique et sécurité économique.



BENOIT GOURISSE

*Direction
des affaires juridiques
Droit des marchés
et des gestions mobilières*

Société Générale

LE TRAITÉ DE ROME DU 25 MARS 1957 envisage les marchés financiers comme dérivant des marchés de capitaux et les rend éligibles à la libre circulation des capitaux : cette seule constatation devrait permettre de les séparer des marchés de marchandises, éligibles à la libre circulation des biens. D'ailleurs, avec l'apparition des bourses de valeurs en Europe occidentale au XVII^e siècle, la distinction a toujours été opérée entre les courtiers de change, organisateurs du marché des changes dérivé du marché monétaire, et les courtiers en marchandises, organisateurs d'un marché « physique ».

Mais l'évolution des marchés financiers a petit à petit effacé cette frontière. À tel point qu'aujourd'hui la nature même des contrats à terme sur marchandises suscite des débats. Depuis l'automne 2001, la perspective de réforme de la directive sur les services d'investissement (DSI) du 10 mai 1993, et avec elle la proposition de la Commission européenne d'introduire ces contrats dans la liste des instru-

ments financiers, a accéléré ces réflexions : c'est la notion même d'instrument financier, et en son sein celle d'instrument financier à terme qui est au centre des discussions.

L'idée d'une définition synthétique des instruments financiers, abandonnée par les législateurs européen et internes au profit de l'énumération, refait surface. Il va sans dire que bâtir le droit de l'intermédiation financière dont découle le régime applicable aux marchés financiers autour d'une liste comportant des biens et des contrats, devait nécessairement conduire aux difficultés de lecture apparues depuis dix ans dans de nombreuses disciplines, telles que le droit des sociétés et la fiscalité. Les contrats à terme sur marchandises permettent mieux sans doute que tout autre produit de montrer les limites actuelles de la réglementation.

Mais au-delà de cette sécurité juridique recherchée via une définition claire des contrats financiers à terme sur marchandises, c'est la sécurité économique des intervenants au regard du risque systémique sur les marchés de l'énergie qui constitue un enjeu majeur. Pour autant, la solution à ces deux problèmes ne peut être unique.

LA RECHERCHE DE LA SÉCURITÉ JURIDIQUE DES TRANSACTIONS

La DSI actuelle ne couvre pas les contrats à terme sur marchandises. Ainsi, les entreprises d'investissement (et les établissements de crédit, au titre du

lien qui est fait entre la deuxième directive de coordination bancaire du 15 décembre 1989 et la DSI) opérant sur ces contrats ne disposent pas du passeport européen. Elles doivent, pour négocier des contrats à terme sur marchandises dans d'autres États membres que leur État d'origine, obtenir un agrément de l'autorité locale.

Cette difficulté est d'autant plus embarrassante en France que le législateur, lors de la transposition de la DSI par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 codifiée, a inclus les contrats à terme sur marchandises et denrées parmi les instruments financiers à terme (Code monétaire et financier, art. L. 211-1-II). Ainsi la loi impose aux opérateurs fournissant à des tiers des services sur ces contrats d'obtenir un agrément sans les faire bénéficier du passeport européen de la DSI.

De surcroît, les contrats à terme sur marchandises ayant la qualité d'instruments financiers n'ont pas été définis. Le champ des contrats couverts par le Code monétaire et financier demeure incertain. Une partie de la profession bancaire et de la doctrine a cru trouver

une réponse avec une série d'arrêts Cargill contre Tradigrain rendus le 14 juin 2001 par la Cour d'appel de Paris sur le fondement de l'article L. 432-21 du Code monétaire et financier qui dispose que « *les contrats à terme sur marchandises et denrées qui ne donnent pas lieu à livraison sont passés entre deux ou plusieurs parties dont l'une au moins est un prestataire de services d'investissement* ».

Se livrant à une interprétation a contrario de cette disposition, La cour d'appel a énoncé que « *les parties n'ont [...] pu avoir dès l'origine l'intention de dénouer l'opération par règlement de la différence de prix, un tel règlement n'ayant été rendu possible qu'à la suite d'un événement sur lequel, en présence d'un courtier de marchandises, elles n'avaient pas de prise. Qu'il est par suite établi qu'à défaut d'un des éléments essentiels prévus par [l'article L. 432-21 du Code monétaire et financier], l'intention purement spéculative des opérateurs, existant dès l'origine, de ne pas exécuter*

“C'est la notion même d'instrument financier, et en son sein celle d'instrument financier à terme, qui est au centre des discussions.”

les contrats en nature mais seulement par différence de prix, les contrats Tradigrain/Cargill et Cargill/Tradigrain n'entrent pas dans le champ d'application de l'article L. 432-21 du Code monétaire et financier ».

La portée de cette interprétation ne doit pas être exagérée. Tout d'abord, l'article L. 432-21 n'a pas pour objet de définir les contrats financiers à terme, mais de définir un monopole d'intermédiation des prestataires de services d'investissement sur certains

contrats¹. Ensuite, même en interprétant a contrario l'arrêt de la cour d'appel, il n'est pas possible d'en tirer comme conclusion que les instruments financiers ne donnant lieu à une livraison physique ne peuvent être qualifiés d'instruments financiers à terme. Au surplus, interpréter a contrario

une interprétation a contrario devrait déboucher sur le premier principe initialement interprété, à savoir la lettre même de l'article L. 432-21 du Code : les contrats ne donnant pas lieu à une livraison physique du sous-jacent doivent faire l'objet d'une intermédiation.

Au final la jurisprudence de la Cour d'appel de Paris ne répond pas à l'interrogation initiale. Or l'enjeu est d'importance car la définition du contrat financier à terme permet notamment de délimiter le champ de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier. Celui-ci prévoit la possibilité de résilier et de compenser, en faisant exception aux règles du droit de la faillite, les dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers lorsqu'elles sont effectuées dans le cadre du règlement général du Conseil des marchés financiers ou lorsqu'elles sont régies par une ou plusieurs conventions-cadres de place, nationales ou internationales, organisant les relations entre deux parties au moins dont l'une est prestataire de services d'investissement. Les contrats à terme sur marchandises ne sauraient être éligibles à ce dispositif de *close-out netting* s'ils ne

sont pas considérés comme instruments financiers. C'est donc la sécurité juridique des mécanismes de compensation prévus dans les contrats cadres de place qui est en jeu.

Or, le contexte des marchés de l'énergie s'étant considérablement tendu depuis la faillite d'Enron et les difficultés financières de nombre de sociétés américaines (TXU, El Paso), l'appréciation du risque de crédit est devenue une des clés de la réussite sur ces marchés, les pertes les plus importantes intervenant sur des problèmes de solvabilité. Aussi, parmi les leviers d'amélioration de la solvabilité des contreparties figure la possibilité de compenser les dettes et créances, permettant de limiter les tensions de trésorerie, et finalement l'exposition globale du marché à une défaillance de l'un des intervenants. Dès lors la sécurité juridique des transactions et de leur compensation en cas de défaillance d'une contrepartie rejoint la sécurité économique des intervenants.

LA SÉCURITÉ ÉCONOMIQUE DES INTERVENANTS

Au-delà du devenir de la distinction entre les marchés de marchandises et les marchés financiers, auquel les réflexions sur la définition des contrats financiers à terme conduisent, cette définition est un enjeu majeur au regard des tensions constatées sur les marchés de l'énergie dont les caractéristiques les rapprochent des marchés financiers. En effet, au sein des marchés de marchandises, on constate une différence entre :

- les marchandises « traditionnelles », aux contours historiquement bien cernés (blé, cacao, sucre, voire métaux) qui font l'objet d'un négoce ancien autour de places de référence et d'opérateurs reconnus sur leurs marchés respectifs. Le volume des négociations est généralement stable et il existe un mécanisme d'autocontrôle par des professionnels spécialisés et aguerris ;
- les marchés récemment libéralisés (gaz, électricité, dérivés climatiques, droit à polluer) sur lesquels la négociation est, au départ du moins, quelque chose de nouveau pour les intervenants. De même le marché du pétrole, bien que n'étant pas issu d'une libérali-

“Pour fournir à des tiers des services sur des contrats à terme sur marchandises en France, les opérateurs doivent obtenir un agrément de prestataire de services d'investissement mais ne bénéficient pas du passeport européen.”

¹ Le fait qu'une opération sur instrument financier ne doive pas forcément faire l'objet d'une intermédiation n'enlève pas à cet instrument sa qualité d'instrument financier. Ainsi, l'article L. 421-6 du Code monétaire et financier, qui définit l'obligation d'intermédiation et le monopole de négociation des prestataires de services d'investissement, ne s'applique qu'aux instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé, sans ôter aux autres leur qualification juridique.

sation récente, relève de cette catégorie du fait de son explosion consécutive aux chocs pétroliers.

L'analyse de la situation récente aux États-Unis, avec la faillite d'Enron et les difficultés rencontrées par tous ses confrères, a montré avec éloquence les difficultés propres aux marchés de l'énergie. Tout d'abord, les sociétés industrielles sont restées hors de toute réglementation prudentielle, la FED n'ayant jusqu'à présent pas compétence pour les contrôler. Quant à la Federal Energy Regulatory Commission (FERC), elle a limité son autorité aux aspects industriels et a été dépassée par la complexité de ces opérations dont le caractère financier était patent. Aucune règle prudentielle ne s'appliquait au secteur, alors que plusieurs sociétés avaient en réalité une activité bancaire. Enron est morte de la même manière qu'un établissement de crédit : par appel massif et rapide de liquidités.

Ensuite, les opérations de gré à gré, sur les marchés du gaz et de l'électricité, n'ont pas été encadrées, alors que de nombreuses transactions étaient contestables sur les plans déontologique et économique (gonflage du chiffre d'affaires, prêts déguisés).

Enfin, la croissance des marchés a été telle que les opérateurs ont progressivement pris des risques de marché et de liquidité qu'ils n'avaient pas les moyens techniques et humains de suivre efficacement et qui sont devenus disproportionnés au regard de leur situation financière.

Ce constat montre que l'absence de réglementation prudentielle fragilise la sécurité de ces marchés dont les intervenants principaux sont mal armés pour gérer les risques de marchés et en absorber les impacts sur leur trésorerie. La question se pose dès lors de savoir comment appliquer une réglementation prudentielle sur ces marchés. Deux voies sont possibles : soit soumettre les intervenants à des règles prudentielles financières, ce qui suppose qu'ils soient établissements de crédit ou entreprises d'investissement ; soit créer une réglementation prudentielle sectorielle pour chaque type de marché.

Si la sécurité juridique des transactions nécessite une réflexion sur la défi-

nition des contrats financiers à terme, la sécurité économique des intervenants conduit, quant à elle, à la question de la tutelle desdits intervenants. Or ces deux objectifs peuvent difficilement être atteints par une voie unique.

PAS DE SOLUTION UNIQUE POUR MARIER SÉCURITÉ JURIDIQUE ET SÉCURITÉ ÉCONOMIQUE

Un constat préalable s'impose : les difficultés tiennent aux contrats donnant lieu à une livraison physique du sous-jacent, leur caractère financier est plus difficile à démontrer que pour les contrats donnant lieu à un règlement en espèces, et la tutelle financière est de même plus délicate à justifier.

Dans cette perspective, le Conseil des marchés financiers a proposé d'inclure au sein des instruments financiers : « *Les instruments financiers à terme sur toutes marchandises, soit lorsqu'ils font l'objet, en suite de négociation, d'un enregistrement par une chambre de compensation d'instruments financiers ou d'appels de couvertures périodiques, soit lorsqu'ils offrent la possibilité que les marchandises sous-jacentes ne soient pas livrées moyennant un règlement monétaire par le vendeur* », via une modification de l'article L. 211-1-II du Code monétaire et financier. Parallèlement le CMF a proposé la suppression de l'article L. 432-21 qui deviendrait sans objet.

Le Sénat a, par amendement, adopté ces propositions lors du vote en première lecture du projet de loi de sécurité financière, le 20 mars 2003. Reste à savoir si cette définition satisfait aux deux objectifs poursuivis.

Au regard de la sécurité juridique des transactions et notamment de la faculté de pratiquer le *close-out netting*, cette clarification permet de délimiter la portée de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier. De ce point de vue, la démarche du législateur français est un progrès par rapport aux incertitudes actuelles.

Au regard de la sécurité économique des marchés, force est de constater que

“Les contrats à terme sur marchandises ne sont pas éligibles au “close-out netting” s'ils ne sont pas considérés comme instruments financiers : la sécurité juridique des mécanismes de compensation et la sécurité économique des intervenants sont en jeu.”

la définition adoptée ne résout pas les difficultés, et ce pour deux raisons principales : elle n'entraîne pas en tant que telle de contraintes prudentielles sur les intervenants ; elle ne permet toujours pas de séparer clairement le contrat financier du contrat de négoce.

Sur le premier motif d'insatisfaction, la problématique est simple : la qualification d'instrument financier n'induit des contraintes prudentielles financières que si les intervenants sont obligés de devenir intermédiaires financiers, donc s'ils sont considérés comme fournissant des services d'investisse-

“Il était difficile d'aller plus loin et de traduire dans un texte des éléments tels que la standardisation, le foisonnement ou la maturité des produits ayant un sous-jacent physique réel.”

ment. Or ce constat induit la nécessité de définir très précisément ce que recouvre le service d'investissement de négociation pour compte propre : le fait de réaliser pour son propre compte des transactions sur instruments financiers n'entraîne pas nécessairement l'obligation de devenir intermédiaire financier. Mais les autorités de tutelle en France et la Commission européenne évitent soigneusement un tel exercice de définition. C'est donc par une réglementation prudentielle sectorielle que la sécurité économique devra être assurée, et non par la redéfinition des instruments financiers.

Sur le second motif d'insatisfaction, la définition adoptée par le Sénat ne prend pas en compte la « financiarisation » des marchés de marchandises. Plusieurs éléments permettent pourtant d'élargir la notion de contrats financiers à terme. Telle la standardisation des contrats, via le recours systématique à des contrats de place établis par des intervenants de marché (prévoyant l'existence d'index cotés, de places de marché électronique ou de cotation de contrats standards). Telle

la liquidité (ou le foisonnement) des marchés : sur les marchés gaziers, les transactions dérivées représentent des multiples élevés par rapport aux mouvements physiques réels, de sept à quinze fois selon les marchés ; une telle activité ne peut se concevoir que pour des objectifs de couverture de risque de prix, fondement d'un produit financier. Telle enfin la maturité des marchés qui ont des modalités de fonctionnement les éloignant des pures contraintes physiques. C'est le cas notamment lorsque les événements de force majeure sont inopposables pour la livraison physique du sous-jacent, lorsque les procédures logistiques sont basées sur des supports informatiques quasiment « virtuels » et non plus réels, et lorsqu'il n'est plus nécessaire d'acheter des capacités de transport pour livrer ses molécules.

Alors que les définitions conceptuelles font cruellement défaut en droit financier, la définition, imparfaite, des instruments financiers à terme sur marchandises adoptée par le Sénat, devrait devenir la référence une fois la loi de sécurité financière entrée en vigueur. Il était difficile, toutefois, d'aller plus loin et de traduire dans un texte des éléments tels que la standardisation, le foisonnement ou la maturité des produits ayant un sous-jacent physique réel.

La notion de contrat financier à terme au sein des instruments financiers demeure porteuse d'interrogations et continue d'altérer la notion civiliste de contrat, comme le rappelait le professeur France Drummond lorsqu'elle écrivait à propos des contrats financiers à terme que : « *la spécificité de la nature financière des choses objets des prestations, et le caractère inédit des finalités des opérations ont bouleversé les qualifications traditionnelles et semblent avoir affecté le concept lui-même en faisant du contrat un simple instrument négocié sur les marchés* »². Elle ajoutait à juste titre qu'ainsi le contrat était « *dépersonnalisé et désincarné* ».

Les législateurs, les autorités et les professionnels devront néanmoins s'accommoder du bouleversement des marchés de marchandises tels qu'ils existaient depuis des siècles, et parallèlement, de la fin de la distinction entre les biens et les contrats. ■

2 « Le contrat comme instrument financier », F. Drummond, in « L'avenir du droit », Mélanges en hommage à François Terré, PUF, 1^{re} édition, 1999.