

# Chronique *financière* et *boursière*



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Direction des affaires juridiques  
**BNP Paribas**  
Président AEDBF



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de droit, **Paris I**

## II Actualités réglementaire

### Révision DSI – Projet de loi sécurité financière – Instruments financiers à terme sur marchandises – Définitions.

Cf. H. de Vauplane et J. P. Bornet, « Droit des marchés financiers », *Litec*, 2001, n° 60.

La notion d'instruments financiers à terme est protéiforme : elle regroupe des instruments financiers sous forme de titres (*warrants*, certificats...) et d'autres sous formes de contrats (*swaps*, *FRA*, *caps*, *floors*...). Inconnue du droit français jusqu'à la DSI, son étude reste encore à conceptualiser<sup>1</sup>. La difficulté vient de l'extrême diversité des instruments qui composent la notion et des actifs sous-jacents. Ces dernières années ont vu le développement des dérivés de crédit, des dérivés climatiques, et des dérivés sur énergie. C'est pour tenir compte de ces évolutions que le projet publié par la Commission le 19 novembre 2002 prévoit de rajouter à la liste des instruments financiers à terme les dérivés de crédit et les dérivés sur marchandises. Il s'agit pour la Commission de tenir compte du développement rapide de ces deux types d'instruments. Nous limiterons nos propos au cas des produits dérivés sur marchandises. La proposition vise à modifier la liste des instruments financiers de la DSI en introduisant les dérivés sur matières premières (« *commodities* ») dans la liste des instruments financiers à terme. Le problème vient ici du fait que cette rédaction ne propose aucune définition des dérivés sur matières premières. Celles-ci recouvrent des produits différents les uns des autres. L'on distingue ainsi traditionnellement les produits alimentaires (céréales, café, cacao, sucre...), les métaux de base (or, argent, fer, cuivre...) et les produits liés à l'énergie (pétrole, gaz, élec-

1 Cf. F. Drummond, « Le contrat comme instruments financiers », *Mélanges F. Terré*, Dalloz/PUF/Jurisque, 1999, p. 661.

2 Aux termes de la loi (L.M. 1996, c. 73) du Manitoba (Canada) sur les contrats à terme sur marchandises, les marchandises sont définies comme » a) Produits agricoles, produits forestiers, produits de la mer, minerais, métaux, hydrocarbures, pierres précieuses ou autres gemmes, à l'état brut ou transformé; b) devises, indices, instruments financiers, taux d'intérêt et autres références financières; c) biens, objets et services, droits et intérêts ainsi que catégories ou regroupements de biens, d'objets et de

tricité...) <sup>2</sup>. Cette distinction tient moins à la nature juridique des biens (il s'agit de biens corporels, même si certains sont consommables et d'autres non — électricité) qu'à des considérations historiques, les produits alimentaires ayant été les premiers à servir de support à des opérations à terme, suivis par les métaux de base et plus récemment l'énergie. Les projets de modification de la définition des instruments financiers à terme au sens de la DSI sont ainsi à rechercher dans l'ouverture à la concurrence des marchés du gaz et de l'électricité. Ceux-ci ont été récemment libéralisés aux termes de la directive n°96-92 du 19 décembre 1996 « *concernant les règles communes pour le marché intérieur de l'électricité* » (la « Directive Electricité ») et de la directive n°98-30 du 22 juin 1998 sur « *le marché intérieur du gaz naturel* » (la « Directive Gaz »). L'ouverture de ces marchés autrefois nationalisés offre des perspectives considérables, mais soulève aussi des questions sur l'étendue des opérations qui peuvent y être traitées en raison des incertitudes juridiques liées tant à la réglementation financière qu'au nouveau droit du gaz et de l'électricité. Dans la rédaction actuelle de la DSI, les contrats à terme sur marchandises ou produits de base ne sont pas visés dans la liste des instruments financiers à terme, ce qui conduit à interdire tout passeport européen aux activités liées à ces produits. Aux termes de l'« *explanatory memorandum* » de la proposition de révision de la DSI par la Commission, « *la définition des instruments dérivés sur produits de base à utiliser aux fins de la présente directive a été soigneusement étudiée, dans le but de limiter sa portée aux instruments constitués et émis d'une manière qui appelle une approche réglementaire comparable à celle valable pour les instruments financiers traditionnels. Ainsi, les contrats à terme sur produits de base recouvriraient deux catégories d'instruments financiers: les contrats pouvant donner lieu à un règlement*

services désignés à titre de marchandise dans les règlements ou les règles (« *commodity* »). Selon la loi (LRO 1990, Chapitre C.20) de l'Ontario (Canada) sont considérés comme marchandises, « *À l'état brut ou transformé, les produits agricoles, produits forestiers, produits de la mer, minerais, métaux, hydrocarbures, devises ou pierres précieuses ou autres gemmes, ainsi que les biens, objets, services, droits ou intérêts, ou catégories de ceux-ci, désignés comme marchandises dans les règlements (commodity)* ».

en espèces ou une livraison physique du sous-jacent dès lors qu'ils sont négociés sur un marché réglementé (ou MTF) et qu'ils font l'objet d'un mécanisme de compensation ou d'appel de marges; les contrats de gré à gré qui ne peuvent donner lieu à une livraison physique ». A contrario, les contrats de gré à gré qui peuvent alternativement faire l'objet d'une livraison physique ou d'un paiement par différentiel ne seraient pas considérés, au sens de la directive, comme des contrats à terme. Cette proposition suscite des interrogations et des inquiétudes de la part des professionnels du milieu financier compte tenu de son caractère trop restrictif.

Mais l'absence d'indication dans la DSI n'a pas empêché certains Etats membres d'inclure dans leur définition nationale des instruments financiers à terme les produits de base. Tel est le cas de la France où la loi MAF a intégré au sein des instruments financiers à terme les « *contrats à terme sur toutes marchandises et denrées* » (article L. 211-1-II-4° du C. mon. et fin.), sans qu'aucune définition ne soit apportée à cette notion. Si cette rédaction semble bien recouvrir les opérations effectuées sur les marchés du gaz et de l'électricité, encore convient-il de s'assurer de la qualification de ces opérations en des « *contrats à terme sur toutes marchandises et denrées* ». Or, les modalités d'intervention sur ces produits sont variées. Les opérations peuvent ainsi porter sur la valeur future de l'électricité ou du gaz (contrat à terme), un indice lié au gaz ou à l'électricité (contrat sur indice), ou encore la valeur présente du gaz et de l'électricité sur le marché « physique » (contrat au comptant). Sur le marché au comptant, les contrats sont des ventes qui portent sur la chose elle-même. La conclusion du contrat dans le cadre d'une bourse n'affecte pas cette qualification. De même, la nature de la chose objet du contrat, gaz ou électricité, ne change pas la qualification du contrat de vente bien qu'une partie de la doctrine considère que la « *fourniture d'électricité* » est un contrat d'entreprise. En effet, tant en droit communautaire qu'en droit interne, on trouve des éléments déterminants de la qualification de ces produits en marchandises pouvant faire l'objet d'un contrat de vente<sup>3</sup>. En revanche, en ce qui concerne les marchés d'indices, marchés à terme portant sur un instrument financier indexé sur le prix de l'électricité, avec dénouement obligatoire par règlement de différences, il est plus délicat de retenir la qualification de vente, faute d'obligation de livrer. Ce qui est certain, c'est que le calcul de la différence à payer ou à recevoir à

l'échéance doit être effectué par rapport au prix à cette date d'un bien ou d'un indice extérieur au marché en cause, mais garantissant suffisamment d'objectivité et de publicité pour satisfaire aux besoins de sécurité juridique des parties, et notamment pour éliminer toute incertitude quant à la détermination du prix. Quant aux contrats à terme proprement dits, la difficulté, tout comme en matière de swaps, tient au fait que leur mode de dénouement n'est pas uniforme. Certains contrats peuvent faire l'objet d'un dénouement exclusivement par livraison de l'actif sous-jacent ou inversement par paiement de différentiel, mais parfois aussi (et le plus souvent) ces contrats peuvent être libellés sous forme d'une obligation alternative, soit de livraison, soit de règlement, au choix de l'une des parties tel que déterminé dans le contrat. A cet égard, le contrat financier à terme se distingue tant du terme civil que de la vente à terme. S'agissant de l'application de l'article 1582 et suivants du code civil, on sait que dans une vente à terme, les deux parties au contrat sont immédiatement engagées, respectivement comme acheteur et vendeur, le transfert de propriété étant différé à la date du paiement. Dans le contrat de vente à terme, l'acquéreur s'engage à payer le prix et le vendeur à livrer une chose mais l'exécution de leur engagement réciproque (transfert de propriété de la chose objet de la vente) est retardée; l'acheteur peut certes toujours renoncer à l'échéance à exiger le transfert de propriété, mais il risque alors de voir imposer l'exécution forcée du contrat par le vendeur, sauf décision de ce dernier de ne pas procéder de la sorte, la vente alors dissoute par *mutuus dissensus*. Si le code civil autorise la vente de deux ou plusieurs choses alternatives (article 1584 c. civ.), il oblige le vendeur à livrer une chose. Il n'est pas possible dans un contrat de vente que l'obligation du vendeur puisse faire l'objet d'un dénouement par paiement différentiel. Quant au « terme » civil, on sait que dans une stipulation à terme suspensif — opération héritée du droit romain<sup>4</sup> —, l'obligation existe immédiatement et son exécution est retardée jusqu'à l'arrivée du terme (art. 1185 c. civ.). Comme le soulignait déjà Pothier, « *le terme ne suspend pas l'engagement, mais diffère seulement l'exécution* »<sup>5</sup>. En cela, le terme diffère de la condition suspensive qui, pour sa part, retarde la naissance de l'obligation jusqu'à l'avènement de la condition. Reprenant une explication déjà avancée par certains auteurs selon laquelle les contrats financiers à terme se distinguent du « terme » civil par l'intention spéculative des parties<sup>6</sup>, il a été justement

3 La Directive Electricité utilise certes de préférence l'expression de « *fourniture d'électricité* » mais recourt également aux termes d'achat et de vente (article 18 paragraphe 2 par exemple). Il en est de même pour la Directive Gaz (paragraphe 10 du préambule; articles 2, 11 et 25 notamment). En droit interne français, la loi n°46-628 du 8 avril 1946 sur la nationalisation de l'électricité et du gaz mentionne les termes d'achat et de vente (article 8 bis et 28). Il en est de même de la loi 2000-108 du 10 février 2000 sur l'électricité qui fait explicitement référence aux « *contrats d'achat d'électricité* » conclus par un client éligible avec un producteur ou un fournisseur d'électricité (article 22-III). Pareillement, la loi du 3 janvier 2003 relative à la modernisation du service public du gaz naturel et au développement des entreprises gazières mentionne à plusieurs reprises les termes d'achat et de vente de gaz naturel. La jurisprudence française confirme cette qualification de vente. Ainsi, s'agissant de l'électricité, la cour d'appel de Nîmes relève dans un arrêt du 8 mars 1990 (petites affiches, 15 août 1990, n°98 p. 8, note L. Roy) que : « *nonobstant la spécificité du contrat et la particularité de son objet, à savoir la fourniture d'énergie avec tous les aléas qu'elle comporte et avec l'impossibilité de la dissocier d'une notion de continuité, la convention des parties emprunte les*

*traits essentiels de la vente en ce qu'elle comporte l'obligation pour l'une d'elles de livrer une chose et l'obligation pour l'autre de livrer le prix* ». La chambre commerciale de la Cour de cassation a la même analyse puisqu'elle a retenu dans un arrêt du 12 mai 1998 (com. 12 mai 1998, Bull. civ. IV, n°155) l'existence d'un contrat de vente d'électricité entre un producteur privé et un consommateur privé sans que soit utilisé le réseau national de distribution. On relèvera également que la Cour de justice des Communautés européennes se fonde sur le principe de libre circulation des marchandises et utilise le mot « vendre » dans une décision relative aux monopoles d'importation et d'exportation d'EDF-GDF (CJCE, 23 octobre 1997, JCP 1998 II 10158 bis).

4 Cf. R. Sotty, « Ex die incipit obligation : quelques observations sur le terme suspensif en droit romain classique » : *Mélanges J. Stoufflet*, LGDJ, 2001, p. 345.

5 Pothier, *Traité des obligations*, I, éd. 1821, p. 228.

6 M. de Juglart et B. Ippolito, *Traité de droit commercial*, T. 7, 3<sup>e</sup> éd. 1991, par L. M. Martin, Montchrestien, n° 743, p. 818; P. Didier, *Droit commercial*, PUF, 1999, T. 3, 1993, p. 255

observé que cette approche permettait en outre de distinguer les marchés à terme fermes des marchés à terme conditionnels<sup>7</sup>. Nous pensons pour notre part que la distinction entre le « terme » civil et le « terme » boursier dans les contrats à terme ne tient pas seulement dans le caractère spéculatif de l'opération mais dans les modalités mêmes du contrat financier à terme. Dans ce dernier, on a vu que l'exécution du contrat fait l'objet d'une obligation alternative de paiement ou de livraison. Certes, dans un contrat financier à terme comme dans un contrat civil à terme, les conditions de l'opération sont irrévocablement fixées le jour de sa conclusion. En ce sens, il y a bien un « terme ». Mais en sus du « terme » civil, l'exécution de l'obligation alternative n'en est pas uniquement différée, elle est intrinsèque au contrat : si les parties voulaient d'un commun accord réduire ou annuler le terme (ce qui est différent du sens de l'article 1186 c. civ), c'est l'économie même du contrat qui serait remise en cause, et pas uniquement ses modalités d'exécution. Autrement dit, la faculté de se libérer par paiement d'une différence, même s'il existe toujours une possibilité de livraison, est caractéristique d'un contrat financier à terme<sup>8</sup>.

En pratique, le problème tient au critère permettant de distinguer un instrument financier à terme (« contrat financier ») d'une marchandise (« contrat commercial »). A cet égard, il n'est pas sûr de pouvoir considérer à la seule lecture de l'article L. 432-21 du C. mon. fin. (selon lequel « 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 ») que tous les contrats à terme se dénouant par règlement espèces sont des instruments financiers. Une récente jurisprudence de la Cour d'appel de Paris, déjà commentée dans une précédente chronique<sup>9</sup>, vient renouveler les termes du débat. Aux termes de cette décision, la distinction entre un instrument financier à terme et une marchandise réside dans l'intention spéculative des parties, laquelle est caractérisée par les modalités de dénouement de l'opération : « à défaut de l'un des éléments essentiels des contrats à terme dès l'origine, qui est l'intention de ne pas exécuter les contrats en nature mais seulement par différence de prix, c'est-à-dire à défaut d'intention purement spéculative des opérateurs, les contrats en cause n'entrent pas dans le champ d'application des contrats à terme de l'article L.432-21 du Code monétaire et financier ». Cette jurisprudence semble contradictoire avec la décision du 16 janvier 1990 de la Cour de cassation<sup>10</sup> qui aborde une problématique similaire sous l'angle de la portée du monopole des agents de change. Cette décision consacrait le principe énoncé sous l'empire de la loi du 22 janvier 1988 aux termes duquel seules les opérations qui se dénouaient par un paiement en différentiel échappaient au monopole des sociétés de bourse, les autres (notamment en cas de livraison) devant se réaliser en bourse. Selon la Cour d'appel de Paris, par un raisonnement *a contrario* en matière de marchandises, les opérations qui ne prévoiraient pas *ab initio* un déboucement

exclusivement sous forme de *cash settlement* ne pourraient être qualifiées d'instruments financiers à terme, faute d'intention spéculative. Inversement, selon la Cour de cassation, en matière de valeurs mobilières, il suffit que les parties prévoient la possibilité d'un dénouement sous une autre forme qu'une livraison physique pour que l'opération soit qualifiée d'instrument financier à terme et échappe de ce fait au monopole des prestataires de services d'investissement. Pour abonder dans le sens de la Cour d'appel de Paris, il est vrai que dans le cadre de contrats avec une livraison en nature sinon prévue, du moins possible, on ne retrouve pas la finalité du contrat financier qui est le transfert de « risque-prix ». Le contrat revêt alors une nature essentiellement « commerciale » et non « financière » qui interdirait sa qualification en instrument financier à terme. Pour autant, la formule très générale de l'article L.211-1 *in fine* du Code de commerce qui dispose que les instruments financiers à terme sont ceux énumérés dans cet article « et tous les autres instruments de marché à terme » semble permettre de faire abstraction de la nature de l'actif sur lequel l'instrument peut porter, pour autant qu'il s'agisse d'une opération à terme.

Appelé à se prononcer sur la distinction entre contrats commerciaux et instruments financiers à terme dans le cadre de l'approbation du programme d'activité de certains prestataires de services d'investissement, le CMF a proposé une modification de législation<sup>11</sup> aux termes de laquelle il retient un double critère permettant de distinguer un contrat financier d'un contrat commercial : soit la simple possibilité d'une livraison, soit l'intervention d'une chambre de compensation, ce qui est un autre élément important du particularisme des contrats à terme sur instruments financiers, même de gré à gré. Le projet du CMF a été transmis au Sénateur Marini pour faire l'objet d'un amendement adopté par le Sénat en première lecture de la loi Sécurité Financière<sup>12</sup>. Aux termes de cet amendement présenté par le sénateur Marini comme un simple amendement de clarification (!) — qui outre son objet principal contient quelques compléments de coordination —, les instruments financiers à terme sur marchandises sont définis comme ceux qui répondent à l'un des deux critères alternatifs suivants : soit 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 ils offrent la possibilité que les marchandises sous-jacentes ne soient pas livrées moyennant un règlement monétaire par le vendeur. L'amendement prévoit aussi que la liste des dispenses d'obligation d'agrément en tant que prestataires de services d'investissement, jusqu'à présent applicable aux courtiers en marchandises qui ne fournissent un service d'investissement qu'à leurs contreparties et dans la mesure nécessaire à l'exercice de leur activité principale, est dorénavant étendue (C. mon. fin., art. L. 531-2, 2°) à tous les intermédiaires en marchandises, englobant ainsi les commissionnaires et les négociants qui achètent pour revendre ; et aux entreprises ayant pour activité principale la production, la transforma-

7 Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2001, n° 12, p. 18.

8 K. Medjaoui, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, Bib. de droit privé, t.262, LGDJ, n° 1070 et s., p. 355 et s. I. Riassetto, « Contrats à terme fermes et options », in *Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers*, n° 62 et s., p. 26 et s.

9 Paris, 1<sup>er</sup> ch., sec. C, 14 juin 2001, Cargill c/Tradigrain, *Banque & Droit* n° 80, nov.-déc. 2001, H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

10 *Bull. Joly* 1990, p. 271, § 74.

11 « Distinction entre les contrats commerciaux à terme et les contrats financiers à terme sur marchandises » : *Bull. CMF* n° 54, déc.-janv. 2002, p. 93.

12 Amendement Marini n° 366 du 18 mars 2003.

tion, la distribution ou la vente de marchandises (pour leur permettre de traiter à titre accessoire et sans agrément les instruments dérivés y afférents). Ce texte n'a fait l'objet d'aucune discussion au Sénat et la seule déclaration effectuée en séance est celle du rapporteur de l'amendement selon lequel il s'agit de distinguer « *les contrats financiers à terme, qui relèvent du Code des marchés financiers, des contrats marchands, qui n'en relèvent pas* »<sup>13</sup>. Malgré cette absence d'explication, il convient de se féliciter de cette initiative et de la rédaction proposée qui s'inscrit dans le courant doctrinal évoqué ci-dessus.

Au-delà de ces satisfactions, une interrogation demeure. Compte tenu des débats en cours au niveau de la DSI, on pourrait se demander pour quelle raison le législateur français éprouve-t-il le besoin de légiférer aujourd'hui (plus ou moins dans l'urgence puisqu'il s'agit d'un amendement parlementaire et non d'une disposition issue du projet de loi gouvernemental) alors que la notion de contrats à terme sur marchandises n'est pas encore figée au niveau communautaire et qu'il sera peut être nécessaire d'adapter notre législation lors de la transposition de cette directive ? Il est exacte que rien ne permet de s'assurer que la définition aujourd'hui adoptée en France sera celle retenue au niveau communautaire. Pour autant, plusieurs arguments militent pour une modification de notre droit dès à présent. La première tient à la qualité du travail réalisé par le CMF qui peut servir d'exemple pour le droit communautaire qui, en l'espèce, a peu réfléchi sur le contenu de la notion de contrats à terme sur marchandises. La deuxième raison tient au temps nécessaire à la transposition de la DSI : dans le meilleur des cas, ce n'est pas avant 4 ou 5 ans que sera transposée cette directive ; d'ici là, le marché de l'énergie, encore balbutiant aujourd'hui, sera plus mature et les intervenants auront pris leur « marque ». Il convient donc de ne pas défavoriser les établissements financiers français qui souhaitent intervenir dans cette nouvelle activité tout comme de donner les instruments de gestion des risques efficaces à la bourse d'énergie qu'est Powernext. Or, sans adaptation de notre droit, il leur est impossible de bénéficier non seulement du passeport européen, mais surtout, de l'extension du *netting* (ou compensation avec déchéance du terme) pour leurs activités sur dérivés de marchandises : on sait que les dispositions de l'article L. 431-7 du C. mon. et fin (qui vient lui aussi d'être sensiblement modifié par le Sénat lors de l'examen du projet LSF en simplifiant le régime du *global netting* et du *netting* sur prêts de titres et pensions livrées) ne sont applicables qu'aux seuls instruments financiers. Il est donc primordial de qualifier les opérations à terme sur marchandises d'instruments financiers à terme au sens de l'article L. 211-1 du C. mon. et fin.

13 Ph. Marini, *Compte rendu analytique* Sénat du 19 mars 2003.