

THÈSE DE DOCTORAT DE

L'UNIVERSITE DE NANTES
COMUE UNIVERSITÉ BRETAGNE LOIRE

ECOLE DOCTORALE N° 599
Droit et Science politique
Spécialité : *Droit privé*

Par

Brice HUGOU

Le fonctionnement des marchés financiers de matières premières agricoles à la lumière du droit des contrats

Thèse présentée et soutenue à Nantes, le 26 octobre 2018
Unité de recherche : IRDP, Université de Droit et Sciences politiques de Nantes

Rapporteurs avant soutenance :

Pierre-Yves GAUTIER Professeur, Université Paris II Panthéon-Assas
Marina TELLER Professeure, Université de Nice Sophia Antipolis

Composition du Jury :

Examinateurs : Lionel ANDREU Professeur, Université de Poitiers
Denis MAZEAUD Professeur, Université Paris II Panthéon-Assas
Valérie PIRONON Professeure, Université de Nantes

Dir. de thèse : François COLLART DUTILLEUL Professeur émérite, Université de Nantes

Remerciements

Mes premiers mots seront pour le Professeur François Collart Dutilleul, sans qui cette thèse n'aurait jamais commencée... et sans qui elle n'aurait jamais fini non plus. Merci pour toutes ces longues discussions passionnantes au cours desquelles j'ai perdu le fil du temps. Pour m'avoir montré une autre façon d'envisager le Droit à travers le programme Lascaux. Merci enfin pour avoir fait bien plus pour moi que ce qu'un doctorant est en droit d'attendre de son directeur de thèse. Toute ma gratitude va également à son épouse Madame Catherine Collart Dutilleul, pour sa bienveillance et sa sollicitude.

Merci au professeur Valérie Pironon pour la bienveillance et la gentillesse dont elle a fait preuve à mon égard tout au long de ces années et pour ses encouragements.

Merci à Monsieur Eric Le Dolley. L'assister dans la préparation du colloque sur le thème Droit, économie & Marchés de matières premières agricoles aura été une expérience aussi agréable qu'enrichissante, et son résultat m'a aidé à bien des égards dans l'évolution de ma pensée à bien des égards pour ce travail.

Merci à Marie Odile Pessu et à toute l'administration de la faculté de droit de Nantes, qui font un travail formidable.

Merci à tous les membres du programme Lascaux qui m'ont accompagné pendant ce voyage et partagé mon bureau à la Maison des Sciences de l'Homme. Même si leur propre voyage s'est achevé avant le mien, les moments passés ensemble ont compté jusqu'au bout et compteront encore. Merci également aux doctorants de l'IRD, à titre officiel ou officieux. Chaque moment passé en votre compagnie a été un véritable plaisir.

Merci à mes relecteurs pour leurs précieuses remarques, leur soutien indéfectible et leur amitié. Un merci tout particulier à Fanny, Jean-Baptiste et Pierre-Etienne (par ordre alphabétique et non de préférence!).

Merci à ma famille pour m'avoir soutenu, encouragé.... une pensée toute particulière pour mon papy qui a pris fréquemment de mes nouvelles dans ces dernières semaines d'écritures. Merci à mon papa qui a réussi à toujours être à côté même si la distance nous sépare. Merci à ma maman pour avoir toujours été disponible quelle que soit l'heure ou le moment. Merci enfin à mon grand petit frère pour ses encouragements, et pour la livraison à domicile de denrées de subsistances qui ont permis d'assurer ma survie dans la dernière ligne droite, et pour être le seul de la famille à avoir compris que ça ne servait à rien de me dire qu'il fallait que je finisse ma thèse !

Enfin, *last but not least*, un grand merci à Émeline, pour son affection, pour avoir été avec moi chaque jour jusqu'à la fin. Merci également à Marie-Pierre et Benjamin pour leurs encouragements.

PRINCIPALES ABRÉVIATIONS UTILISÉES

adde	ajouter
AEDBF	Association Européenne pour le Droit Bancaire et Financier
AJ Contrat	Actualité Juridique Contrat
Appl. Econ. Perspect. Pol.	Applied Economic Perspectives and Policy
AEF	Association d'Économie Financière
AMF	Autorité des Marchés Financiers
AEMF (ou ESMA)	Autorité Européenne des Marchés Financiers
art.	article
CBOT	Chicago Board of Trade
CME	Chicago Mercantile Exchange
C. Civ.	Code civil
C. mon. Fin.	Code monétaire et financier
CFR	Code of Federal Regulation
chron.	chronique
Coll.	Collection
Comm.	Commentaire
COB	Commission des opérations de bourse
RCC	Concurrence & consommation
CCC	Contrats Concurrence Consommation
Cass. Ass. plén.	Cour de cassation, Assemblée plénière
Cass. Civ.	Cour de cassation, chambre civil
Cass. Com.	Cour de cassation, chambre commerciale
DDHC	Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen
Dr. Sociétés	Droit des sociétés
s.	et suivants
Gaz. Pal.	Gazette du palais
<i>ibid</i>	<i>ibidem</i>
imp.	Impression
IATP	Institute for Agriculture and Trade Policy

IOSCO	International Organization of Securities Commissions
JDJ	Journal de droit international
JO	Journal officiel
LPA	Les petites affiches
LGDJ	Librairie générale de droit et de jurisprudence
MAF	Modernisations des activités financières
MATIF	Marchés à terme international de France
MIF	Marchés d'instruments financiers
MIFID	Markets in financial instruments directive
MONEP	Marchés d'options négociables de Paris
MTF	Multilatéral Trading Facilities
NYSE	New York Stock Exchange
n°	numéro
<i>op. cit.</i>	<i>opere citato</i> , ouvrage précité
OICV-IOSCO	Organisation internationale des commissions de valeurs
ONG	Organisation non gouvernementale
p.	page
pp.	pages
préf.	préface
PUF	Presses universitaires de France
S.	Recueil Dalloz Sirey
RG AMF	Règlement général de l'AMF
Rép. sociétés	Répertoire des sociétés Dalloz
Rev. éco. fin.	Revue d'économie financière
RHMC	Revue d'histoire moderne et contemporaine
RDBB	Revue de droit bancaire et de la bourse
RDBF	Revue de Droit Bancaire et Financier
RJ Com.	Revue de jurisprudence commerciale
RJ com.	Revue de jurisprudence commerciale
REI	Revue d'économie industrielle
RDC	Revue des contrats
RSMP	Revue des sciences morales et politiques
Rev. éco.	Revue économique
RFE	Revue française d'économie

RID comp.	Revue internationale de droit comparé
RID éco.	Revue internationale de droit économique
RIDE	Revue internationale de droit économique
RLC	Revue Lamy de la concurrence
RLDA	Revue Lamy Droit des affaires
RTDF	Revue trimestrielle de Droit Financier
JCP E	Semaine Juridique (édition entreprise)
JCP G	Semaine Juridique (édition générale)
SBF	Société des bourses françaises
SNM	Société du Nouveau Marché
spéc.	spécialement
Trad.	Traduction

SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	6
PREMIÈRE PARTIE	22
DES CONTRATS DE GESTION DU RISQUE DE PRIX AUX MARCHÉS FINANCIERS	22
TITRE 1. LES MÉCANISMES CONTRACTUELS DE GESTION DU RISQUE DE PRIX	26
Chapitre I Le développement des différents outils juridiques de gestion du risque de prix.....	28
Chapitre II Le développement des marchés à terme de matières premières agricoles	54
TITRE 2. L'ADAPTATION DES MARCHÉS À TERME À LA SPÉCULATION.....	82
Chapitre I Le détournement du droit des contrats vers l'intérêt du marché	84
Chapitre II Le contrôle de la spéculation par le marché	104
DEUXIÈME PARTIE L'ADAPTATION DES CONTRATS RELATIFS AUX MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES AUX BESOINS DES MARCHÉS FINANCIERS.....	122
TITRE 1. L'INFLUENCE DU MARCHÉ SUR LA PHASE DE FORMATION DES CONTRATS FINANCIERS.....	124
Chapitre I La dualité des obligations applicables aux contrats financiers.....	128
Chapitre II L'impact du marché sur le processus de formation des prix	153
TITRE 2. L'EXÉCUTION ET LA QUALIFICATION DES CONTRATS FINANCIERS	175
Chapitre I Les modalités d'exécution des contrats financiers	177
Chapitre II Les spécificités des contrats financiers sur marchandises et leur influence sur la qualification du contrat.....	206
CONCLUSION GÉNÉRALE	244

INTRODUCTION

« Tout n'est pas contractuel dans le contrat. Les seuls engagements qui méritent ce nom sont ceux qui ont été voulus par les individus et qui n'ont d'autre origine que cette libre volonté. Inversement, toute obligation qui n'a pas été mutuellement consentie n'a rien de contractuel. Or, partout où le contrat existe, il est soumis à une réglementation qui est l'œuvre de la société et non celle des particuliers, et qui devient toujours plus volumineuse et plus compliquée »

Émile Durkheim¹

1. Sécurité alimentaire et prix des denrées alimentaires. Au cours du Sommet mondial de l'alimentation de 1996, une définition de la sécurité alimentaire a été donnée : « [l]a sécurité alimentaire existe lorsque tous les êtres humains ont, à tout moment, un accès physique et économique à une nourriture suffisante, saine et nutritive leur permettant de satisfaire leurs besoins énergétiques et leurs préférences alimentaires pour mener une vie saine et active »². Outre une dimension qualitative qui ne sera pas abordée dans le cadre de cette étude, l'atteinte d'un état de sécurité alimentaire comprend une dimension quantitative. Celle-ci implique deux choses. D'une part, que ceux qui produisent les aliments perçoivent un prix suffisamment élevé pour leur permettre d'acheter ce qui leur manque. D'autre part, que le prix soit suffisamment bas pour permettre à ceux qui ne produisent pas de s'approvisionner. Ce constat implique ainsi de s'interroger sur les différentes opérations juridiques³ qui influent sur le commerce des denrées alimentaires, et sur la façon dont le prix se forme à l'échelle du marché⁴ et à l'échelle du contrat.

¹ É. DURKHEIM, *De la division du travail social*, Paris, PUF, 1930, p. 189.

² Celle-ci figure au premier point du Plan d'action du Sommet mondial de l'alimentation. V. également Comité de la sécurité alimentaire mondiale, « *S'entendre sur la terminologie* », 39^e session, 15-20 octobre 2012, point V .a, p. 6.

³ Par « opération juridique », nous entendons ici dans un sens très large la combinaison de plusieurs actes juridiques.

⁴ Sur la notion de marché, V. C. DEL CONT, « Marché (Droit) », in Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 420 pour une définition juridique ; D. BOUGET, L. DESPRÉS, « Marché (économie) », in Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 421 pour une définition économique.

2. Les inquiétudes de la société civile. À la suite des émeutes de la faim⁵, plusieurs ONG se sont inquiétées des effets que peuvent avoir les marchés financiers sur le prix des denrées alimentaires, les variations brutales de ces derniers affectant particulièrement les populations les plus pauvres⁶. Dans un rapport de 2011, l'organisation « *Foodwatch* » publiait ainsi un rapport dans lequel elle estimait que « *entre 2000 et 2011, le prix du blé, du maïs et du riz sur le marché mondial [avait] connu, en tenant compte de l'inflation, une hausse moyenne de 150 %* » et que « *pendant la seule année 2010, la hausse des prix des aliments de base avait condamné 40 millions de personnes supplémentaires à connaître la faim et à tomber dans la pauvreté absolue* »⁷.

3. Volatilité naturelle du prix des matières premières agricoles⁸. Par nature, l'activité agricole est soumise à de nombreux aléas qui vont affecter la production ou les conditions dans lesquelles les denrées seront échangées⁹. Ces aléas vont nécessairement se répercuter sur leur prix, qui peut être déterminé soit par l'État, soit par le marché lui-même via la confrontation de l'offre et de la demande¹⁰. L'intervention de l'État dans la détermination du prix des denrées peut se faire de manière directe ou indirecte. La Politique Agricole Commune (PAC) constitue

⁵ Pour une description et une analyse de ces émeutes, V. P. JANIN, « *Les « émeutes de la faim » : une lecture (géo-politique) du changement (social)* », *Politique étrangère* 2009, vol. Eté, n°2, <https://www.cairn.info/revue-politique-etrangere-2009-2-page-251.htm>, p. 251 ; E. PISANI, V. CHATELLIER, « *La faim dans le monde, le commerce et les politiques agricoles* », *RFE* 2010, vol. XXV, n°1, p. 228.

⁶ F. GÉRARD, *et al.*, « *Managing Food Price Volatility for Food Security and Development* », Grema, 2011, p. 5.

⁷ FOODWATCH, « *Les spéculateurs de la faim* », Rapport 2011, p. 6 ; V. également la campagne menée par Oxfam intitulée « Banques : la faim leur profite bien ».

⁸ Sur la notion de matières premières agricoles, V. I. PARACHKÉVOVA, M. TELLER, « *Matières premières agricoles* », in Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 430. Parmi ces aliments de base touchés par les hausses des prix figurent les matières premières agricoles, qui désignent « [...] les produits tirés du sol, du sous-sol [...] ayant toute transformation ».

⁹ V. par exemple J. CORDIER, « *Les fondamentaux des marchés de matières premières agricoles, la volatilité des prix et le besoin de régulation* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 19 ; M.-A. ROUSSILLON-MONTFORT, « *Les marchés à terme agricoles en Europe et en France* », *Notes et études économiques* 2008, n°30, p. 101 ; Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, p. 6 ; M. PORTIER, P. GENTILE, « *Les marchés à terme et la gestion du risque agricole* », in *Agriculture et finances - Quelle régulation pour allocation optimale des capitaux ?*, Cahier Demeter n°14, 2012, p. 93 ; Y. SIMON, D. LAUTIER, « *la volatilité des prix des matières premières* », *Rev. éco. fin.* 2004, n°74, http://www.cereq.dauphine.fr/cahiers_rech/cereq200315.pdf http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecofi_0987-3368_2004_num_74_1_5031, p. 45 s. ; J. BUBA, M. LIEGEY, « *La volatilité des prix des matières premières* », *La note d'analyse*, n°206, Centre d'analyse stratégique, 2011, n°206, p. 1.

¹⁰ M.-A. FRISON-ROCHE, « *Quelles autorités de régulation pour les marchés de matières premières agricoles* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 264.

ainsi le meilleur exemple d'intervention indirecte, l'État soutenant les agriculteurs en leur versant des subventions pour compenser l'état du marché¹¹. Les exemples d'intervention directe sont moins fréquents, mais l'on pourra tout de même mentionner le choix du gouvernement américain de plafonner les prix de certains biens à la suite des pénuries au cours de la Seconde Guerre mondiale, ce qui empêchait tout vendeur d'exiger un prix supérieur à celui fixé par l'État¹². La détermination du prix par le marché, à l'opposé, suppose de laisser celui-ci résulter du libre jeu de l'offre et de la demande, et il s'agit du système actuellement en place¹³ suite à « *la nouvelle Politique agricole commune, inaugurée en 1992, [laquelle] tend à un retour à [...] la libéralisation des marchés et [au] désengagement de l'État* »¹⁴.

4. Accroissement des volumes d'échanges financiers autour de ces denrées. Les marchés financiers, comme les autres marchés, se sont fortement développés à partir de années 1970, à l'occasion de la « *deuxième grande offensive libérale de l'Histoire* »¹⁵, qui s'est accompagnée d'une « *dérégulation mondiale* »¹⁶ qui leur a largement profité. En parallèle, les matières premières ont progressivement provoqué « *l'engouement des investisseurs [en raison de] plusieurs phénomènes : une demande alimentaire croissante, notamment dans les pays émergents ; des valeurs considérées comme « refuge » en période de crise financière ; une rareté allant croissant avec la demande, ce qui génère ainsi des opportunités pour les acteurs des marchés* »¹⁷. Mais selon la FAO, « *[p]ersonne ne nie l'augmentation spectaculaire du volume des transactions non commerciales sur ces marchés, mais le lien entre cette*

¹¹ M.-A. ROUSSILLON-MONTFORT, « *Les marchés à terme agricoles en Europe et en France* », *Notes et études économiques* 2008, n°30, p. 101.

¹² S. LAGUÉRODIE, F. VERGARA, *The Theory of Price Control: Galbraith's Contribution*, in *The Legacy of John Kenneth Galbraith*, Review of Political Economy 2008.

¹³ Certains économistes ont toutefois estimé que ce n'était pas la meilleure solution. Monsieur Jean-Marc Boussard, directeur de recherche à l'INRA, rappelait ainsi que « *Les réflexions des économistes sur les causes et les conséquences de la crise des années trente avaient conduit à la conclusion que les denrées agricoles étaient justement trop « sensibles » pour laisser les marchés piloter la production, et qu'il fallait donc en déconnecter l'agriculture. Ces analyses ont inspiré des politiques qui ont été suivies avec un grand succès dans la seconde moitié du XXe siècle, des années 40 aux années quatre-vingt. Elles ont permis d'éviter la famine prévue par tous les analystes en 1960 pour les années 90* ». J.-M. BOUSSARD, « *Une deuxième opinion, Jean-Marc Boussard* », in Droit, économie & marchés de matières premières agricoles, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 128.

¹⁴ J.-M. BOUSSARD, « Assurances et marchés à terme: similitudes et différences », *Économie rurale* 2001, n°266, p. 119.

¹⁵ V. PIRONON, « *Marchés internationaux* », in Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013.

¹⁶ *ibid.*

¹⁷ I. PARACHKÉVOVA, M. TELLER, « *Matières premières agricoles* », in Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p.431.

multiplication des transactions non commerciales et la formation de bulles de prix est loin de faire l'unanimité »¹⁸.

L'organisation des marchés de matières premières agricoles. Les marchés agricoles sont très importants pour les producteurs, dès lors qu'ils influencent le choix de leurs cultures : « *[s]i le marché indique que] la tonne de blé vaudra 232 € en novembre 2013, et la tonne de colza 475 € en août prochain. [alors] un agriculteur qui voudra faire de la marge [aura] intérêt à cultiver plutôt du colza* »¹⁹. La circulation de la production passe ainsi par plusieurs marchés sur lesquels « *se déterminent des prix différents, mais interdépendants* »²⁰.

Même si les frontières entre les uns et les autres sont parfois perméables, il existe une dichotomie de principe entre les marchés « *physiques* », sur lesquels de véritables échanges commerciaux ont lieu, et les marchés « *financiers* », qui privilégient les opérations relatives à la valeur des marchandises. Les marchés physiques sont très nombreux, et il en existe une multitude en France. Par exemple, le blé tendre peut ainsi être négocié sur 6 marchés différents : le « *Rouen Rendu* », le « *Dunkerque rendu* », le « *La Pallice Rendu* », le « *Creil Fob* », le « *Moselle Fob* », et le « *Rouen Fob* »²¹. S'il existe également plusieurs types de marchés financiers sur lesquels il est possible de conclure des contrats relatifs à des matières premières agricoles, le marché NYSE-Euronext sera privilégié, dès lors qui est le seul marché financier qui a la qualité de « *marché réglementé* »²², et le seul sur lequel les denrées alimentaires sont négociées.

5. **Les marchés physiques au comptant** sont ceux sur lesquels sont déterminés un « *prix au comptant* » ou « *prix spot* », qui est « *le prix auquel se négocient les produits physiques pour livraison immédiate* »²³. Sur ces marchés dont la fonction est exclusivement commerciale, ce sont exclusivement des contrats de vente qui sont conclus, le contenu du contrat étant déterminé par les parties. Le prix des denrées y varie en fonction de nombreux facteurs, dont leur qualité,

¹⁸ FAO, « Volatilité des prix et sécurité alimentaire, un rapport du Groupe d'Experts de Haut Niveau sur la Sécurité Alimentaire et la Nutrition », 2011, p. 10.

¹⁹ Propos de Monsieur Renaud De Kerpoisson, V. A. BOLIS, « *La spéculation coupable de la flambée des prix des aliments ?* », Le Monde, 2012.

²⁰ Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, n°1.7.4, p. 38.

²¹ Source : <https://www.terre-net.fr/marche-agricole/ble-tendre/physique>.

²² Sur les conditions à remplir pour acquérir la qualité de marché réglementé, V. T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°471, p. 288.

²³ Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017.

leur disponibilité, ou encore le lieu de l'échange. Cela fait du prix de ces marchés « [...]une représentation de l'état du marché, pour une transaction déterminée, en un lieu géographique, et à un instant donné »²⁴. Ces marchés ne permettent donc pas, en eux-mêmes, de faire face aux variations des prix des denrées, et c'est pourquoi les marchés à terme ont été créés²⁵.

6. Les marchés physiques à terme ou « *futures markets* » constituent la seconde catégorie de marchés physiques. Ils ont pour particularité d'introduire un décalage temporel entre la formation et l'exécution des contrats de vente. Le prix de la marchandise y est déterminé au jour de la formation du contrat, mais la livraison intervient plus tard. Par principe, les contrats qui y sont conclus sont donc également de véritables contrats de vente dont le contenu est également laissé à la discrétion des parties. Cependant, les obligations sont cette fois affectées d'un terme suspensif qui en diffère l'exigibilité. Le prix de ces marchés est « *considéré comme une anticipation du prix comptant du futur* »²⁶, basée sur des considérations telles que les estimations du volume de production, ou encore des coûts de stockage de la marchandise. Ces marchés « *remplissent simultanément [...] deux fonctions : une fonction commerciale, du fait de la livraison effective de la marchandise, et une fonction financière, du fait de la protection contre le risque de prix, du fait de la protection contre le risque de prix qu'offre la fixation par avance de la valeur de la transaction* »²⁷. Il s'agit donc de marchés à dominante commerciale, puisque le transfert des marchandises y est la règle ; par principe, tous les contrats ont vocation à donner lieu à une livraison de la marchandise, et seul un accord de ceux qui se sont engagés pour se libérer de cette obligation peut faire obstacle à ce mode d'exécution du contrat.

Ainsi, si ces marchés présentent bel et bien une fonction de gestion du risque de prix, c'est uniquement une fonction de protection contre celui-ci. À partir du moment où les engagements des parties sont fixés dès la conclusion du contrat, la variation du prix de marché ne les affectera pas, car l'étendue de leurs obligations est déjà fixée. Supposons que *Primus* s'engage à acheter à *Secundus* une tonne de blé à 100€ (le prix du marché), et que le contrat soit exécuté 2 mois plus tard. Peu importe alors que le prix de marché soit toujours de 100€, qu'il soit monté à 150€ ou bien descendu à 80€, *Primus* paiera toujours la même somme, et *Secundus* livrera toujours la même marchandise.

²⁴ *ibid.*

²⁵ *ibid.*, n°1.2, p. 10 s.

²⁶ *ibid.*, n°1.7.4, p. 38.

²⁷ *ibid.*, n°1.2, p. 13.

7. Les marchés financiers ont d'abord été séparés des marchés physiques. Il y avait d'un côté le marché à terme, et de l'autre le marché à terme d'instruments financiers (MATIF). Sur le premier, les denrées alimentaires étaient échangées, tandis que sur le second, des opérations financières assimilables à des paris, à de la spéculation, étaient conclues²⁸. En 1987, ces deux entités ont été fusionnées²⁹ pour donner un an plus tard naissance au « *Marché international de France* »³⁰, qui conservera le même sigle. Cette fusion n'est pas anodine, car elle a intégré des « *marchandises* » dans la sphère financière.

8. En 2000, le groupe « *Euronext* » est créé, suite à la fusion des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris. Le groupe fusionnera ensuite avec la Bourse de Lisbonne en 2002, puis avec le New York Stock Exchange (NYSE) en 2007 pour donner naissance à l'entité « *NYSE-Euronext* ». S'il existe d'autres types de marchés financiers qui gravitent autour de NYSE-Euronext, celui-ci est sans conteste le plus important en France, et le seul à avoir la qualité de « *marché réglementé* »³¹. En plus de sa propre activité, Euronext Paris gère aujourd'hui le MATIF et le MONEP³²; et s'il existe plusieurs types de marchés financiers qui coexistent et que l'on pourrait classer en fonction de différents éléments qui les caractérisent, il n'est pas nécessaire de tous les détailler³³. En France, seul *Euronext* présente un réel intérêt s'agissant des opérations sur matières premières agricoles, puisqu'il est le plus important et à l'heure actuelle le seul sur lequel elles sont négociées.

9. Différences entre les contrats conclus sur les marchés physiques et les opérations financières. Sur les marchés physiques, les marchandises constituaient indéniablement l'objet des contrats, lesquels rentraient indéniablement dans la catégorie des ventes. En revanche, la situation était différente sur les marchés financiers où les contrats étaient des paris. Pour que l'absorption des contrats commerciaux par les marchés financiers se fasse, il a donc fallu trouver une solution pour conférer une fonction de pari à des contrats qui n'en sont pas à l'origine. Cette transformation a été opérée par l'intégration des contrats commerciaux au sein

²⁸ C'est d'ailleurs parce que ces opérations étaient assimilables à des paris que la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme a dû préciser que « *[t]ous marchés à terme [...] sont reconnus légaux. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même que ces marchés se résoudraient par le simple paiement d'une différence* ».

²⁹ Loi n° 87-1158 du 31 décembre 1987 relative au marché à terme.

³⁰ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°51, p. 60.

³¹ Art. 421-10 C. mon. fin.

³² il s'agit du « *Marché d'Options Négociables de Paris* ».

³³ Pour un exposé des différents classifications juridiques possibles des marchés financiers, V. T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°10 s., p. 27 s.

d'une opération plus globale qui a pour déclencheur la conclusion d'un contrat commercial sur un marché financier. Tout contrat conclu met à la charge des parties différentes obligations qui découlent des règles de marché, et qui s'appliquent de façon systématique, sans dérogation possible. Fondamentalement, le cœur nucléaire des contrats sur matières premières agricoles n'a donc pas beaucoup évolué suite à son intégration dans le marché financier. Il s'agit toujours d'un contrat de vente assorti d'un terme suspensif, et qui, pris isolément, conserve sa nature commerciale. Mais l'absence de changement n'est qu'une façade qui masque un profond bouleversement. Car pour la plupart des cocontractants, ce ne sont plus les obligations du contrat relatives à la marchandise qui présentent un intérêt. Ce sont ces nouvelles obligations « *de marché* » qui vont avoir le plus d'importance, et vont être la source de leur volonté de s'engager.

10. Typologie des opérations financières. L'assimilation des contrats commerciaux au sein d'opérations financières avait pour but de contourner la nature commerciale des contrats. Il fallait faire des matières premières agricoles, jusqu'alors objet de ces contrats commerciaux, les « *sous-jacents* » des opérations financières, le sous-jacent étant un bien dont la valeur va servir de référence pour déterminer la valeur d'un « *contrat financier* » qui y est relatif. Les « *contrats financiers* » (que la pratique appelle les « *dérivés* ») appartiennent avec les « *titres financiers* »³⁴ à la catégorie des « *instruments financiers* »³⁵. Seuls les contrats financiers pouvant concerner les matières premières agricoles seront abordés dans ce travail, ce qui exclut du champ d'analyse les titres financiers.

11. Les « *contrats financiers également dénommés « instruments financiers à terme »* sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret »³⁶. La lecture du décret D. 211-1 A confirme ce que l'article L. 211-1 annonçait : il n'y a pas de définition notionnelle de ce qu'est un contrat financier. Le législateur a préféré opter pour une énumération, laquelle se veut la plus large possible, et les matières premières agricoles n'y sont pas mentionnées explicitement. Elles sont assimilées aux « *marchandises livrables* »³⁷, qui peuvent notamment inclure le pétrole ou les minéraux. Elles se distinguent ainsi d'une seconde catégorie de sous-jacents « *non livrables* » auxquels d'autres contrats financiers font référence», par

³⁴ L'article L. 211-1 II du Code monétaire et financier précise que les « *titres financiers* », qui sont « *Les titres de capital émis par les sociétés par actions ; Les titres de créance ; Les parts ou actions d'organismes de placement collectif* ».

³⁵ Art. L. 211-1 C. mon. fin.

³⁶ Art. L. 211-1 III C. mon. fin.

³⁷ Art. D. 211-1 A 4° C. mon. fin.

exemple des taux d'intérêt, des rendements, ou encore des indices financiers pour ne citer qu'eux³⁸.

Cette dichotomie juridique des contrats financiers que le législateur a refusé de consacrer, les règles de marché ont tout fait pour la gommer également. Historiquement, les marchés physiques ont été absorbés par les marchés financiers de matières premières. Et faire basculer les marchés physiques dans le domaine financier a nécessité d'intégrer les contrats physiques dans des « *opérations financières* ». Cette intégration a pour but de « *court-circuiter* » les obligations du contrat relatives directement aux marchandises, pour dissocier artificiellement ces dernières de leur valeur, et ainsi donner à l'opération sur marchandise le même effet que toute autre opération financière.

12. Quasi-disparition des opérations commerciales. Ainsi, alors même que tout contrat financier relatif à une marchandise livrable est censé donner lieu à la livraison de celle-ci, les obligations issues des règles de marché vont permettre à chaque cocontractant de se désengager en respectant un processus déterminé par ces dernières. Si la livraison de la marchandise constitue normalement la règle d'un contrat de vente, elle devient l'exception lorsque celui-ci est inséré dans une opération financière. Sur les marchés financiers, les opérations commerciales sont presque réduites à néant. On pourrait penser que cela n'est pas grave dès lors qu'il existe des marchés physiques sur lesquels les opérations commerciales continuent à prospérer. En réalité, le problème est peut-être le fait que les opérations commerciales n'ont pas totalement disparu ; que le marché n'est pas un marché « *purement financier* » utilisant le marché physique comme référence. Si dans la pratique, la faculté de désengagement est utilisée de façon quasi systématique, il reste des situations où les opérateurs demeurent engagés, et où des opérations commerciales ont lieu. La frontière qui avait été ouverte entre la sphère financière et la sphère physique lors de la fusion du marché à terme et du MATIF n'a donc pas été refermée.

13. La persistance du lien entre les marchés physiques et les marchés financiers. Pour que les marchés financiers conservent un lien économique avec les marchés physiques et que les prix des deux marchés ne s'éloignent pas trop l'un de l'autre, le choix a été fait de laisser possible la conclusion d'opérations commerciales. Cela permet à certains acteurs de la filière agricole de se protéger contre des variations de prix que personne ne voudrait assurer sur les

³⁸ Art. D. 211-1 A 1° C. mon. fin.

marchés physiques. Les professeurs SIMON et LAUTIER font ainsi remarquer que « *L'évolution quasiment parallèle des prix sur le marché au comptant et celui des contrats facilite la mise en place des opérations de couverture. Sachant, en effet, que les prix à terme ne peuvent s'éloigner durablement du prix au comptant, il suffit à l'opérateur qui veut se protéger contre le risque de prix de prendre sur le marché des contrats futures une position inverse à celle qu'il détient sur le marché des produits physiques. Toute évolution défavorable induisant une perte sur le comptant sera, de ce fait, contrebalancée par un gain sensiblement égal sur le marché des contrats futures* »³⁹. Mais si ce lien entre les deux marchés a des effets positifs, il interroge quant aux conséquences qu'il peut avoir sur les rapports qu'entretiennent leurs cours de marchés respectifs. En brisant le mur qui séparait ces deux mondes, les contrats financiers donnent la possibilité à la sphère financière d'influencer la sphère commerciale, et peuvent potentiellement contribuer à remettre en cause la logique fondamentale selon laquelle le prix des marchés physiques sert de référence aux marchés financiers. Prenons un exemple volontairement simplifié. Supposons qu'un transformateur fasse part à un producteur de sa volonté d'acheter sa production à 110€/t. Le producteur refuse, car il a besoin pour vivre de la vendre à 120€/t. Le transformateur va consulter le cours du marché physique, et repère qu'effectivement, le coût de cette production est de 120€/t. Il repère ensuite le cours du marché financier et constate qu'il est plus avantageux, il est à 115€/t. Puisque l'opération financière qu'il a conclue lui permet de prendre livraison de la marchandise, il va tout simplement pouvoir passer par le marché financier plutôt que par le marché physique. Si le producteur ne peut attendre pour vendre sa marchandise, il va devoir adapter le prix qu'il propose à celui du marché. Multiplions cet exemple plusieurs fois, et le prix du marché financier aura, dans une certaine mesure, eu une influence sur le marché physique.

14. Si d'un point de vue théorique, cet exemple est valable, il faut cependant immédiatement le relativiser pour au moins deux raisons. La première, quantitative, c'est que toutes les denrées alimentaires n'intéressent pas les marchés financiers. Dès lors que les opérations qui les visent peuvent à la fois être financières et commerciales, celles-ci doivent réunir certaines caractéristiques bien précises leur permettant de satisfaire les besoins cumulés de ces deux mondes. Du point de vue de la finance, elles doivent intéresser le plus grand nombre de personnes possibles, ce qui suppose qu'elles soient largement produites et consommées. La

³⁹ Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, n°1.6, p. 25.

seconde, qualitative, tient à la nature des marchandises, qui doivent être aisément transportables et stockables.

15. Si seul le cours des marchés physiques a une influence sur le cours des marchés financiers, la logique est parfaitement respectée, puisque ce sont les contrats commerciaux qui vont influencer la valeur des contrats financiers. En revanche, est-ce que le cours des marchés financiers influence le cours des marchés physiques ? Même si nous n'avons pas les arguments économiques pour y répondre, les économistes se sont déjà posé la question, et la réponse ne fait pas l'unanimité⁴⁰.

16. Conséquences de la financiarisation des marchés de matières premières agricoles.

En effet, alors même qu'ils concernent tous deux les matières premières agricoles, les marchés physiques et les marchés financiers ne sont pas fréquentés par les mêmes opérateurs. La fonction commerciale du marché physique, induite par la nature des contrats qui y sont conclus, détermine les opérateurs qui seront le plus présents sur ces marchés. Il s'agira pratiquement exclusivement d'acteurs qui utilisent les denrées alimentaires dans le cadre de leur activité économique : des producteurs, des transformateurs, des collecteurs ou encore des commerçants. Si les marchés financiers peuvent également être fréquentés par ce type d'acteurs, ils sont loin d'être majoritaires. Ils partagent l'espace avec des spéculateurs qui vont par exemple avoir pour objectif d'utiliser les contrats financiers pour diversifier le portefeuille de leurs clients, dès lors que les opérations financières leur permettent de prendre position sur la valeur d'un bien sans se soucier du bien en lui-même, et donc de réaliser des opérations purement financières. En outre, il existe entre le développement des marchés financiers et l'augmentation de la

⁴⁰ Pour une analyse relative aux marchés à terme physiques et financiers, V. P. ARTUS, « Quand la création d'un marché à terme peut-elle déstabiliser le cours au comptant ? », *Rev. éco.* 1990, vol. 41, n°1, http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/reco_0035-2764_1990_num_41_1_409195 p. 71 ; G. CAPELLE-BLANCARD, « Les marchés dérivés sont-ils dangereux ? », *Rev. éco.* 2009, vol. 60, n°1, <http://www.cairn.info/revue-economique-2009-1-page-157.htmconclusion> : « *Les études empiriques sont quasi unanimes : les produits dérivés ne contribuent pas à la volatilité des marchés* » ; J. CORDIER, « *Les fondamentaux des marchés de matières premières agricoles, la volatilité des prix et le besoin de régulation* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 32 : « *La volatilité « exogène » des prix formés sur les marchés dérivés, générée par les chocs naturels mais aussi institutionnels, pourrait être augmentée par une volatilité « endogène » créée par le comportement des acteurs de marchés : anticipations non rationnelles, comportement moutonnier (herd trading), voire trading algorithmique à haute fréquence ou même achats passifs déconnectés des conditions instantanées de l'offre et de la demande* » ; D. R. SANDERS, S. H. IRWIN, R. P. MERRIN, « *The Adequacy of Speculation in Agricultural Futures Markets: Too Much of a Good Thing?* », *Appl. Econ. Perspect. Pol.*, 2010, vol. 32, n° 1 ; M. W. MASTERS, A. K. WHITE, *The accidental hunt brothers - how institutional investors are driving up food and energy prices*, 2008 ; W. M. MASTERS, « *Testimony before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs* », 2008.

spéculation un phénomène d'interdépendance. Plus il y a de spéculateurs, plus le marché se développe, car le nombre de transactions augmente. Et plus le marché se développe, plus il a besoin de spéculateurs pour fonctionner efficacement, car ils confèrent au marché sa « *liquidité* », entendue comme la capacité avec laquelle un opérateur peut trouver un cocontractant⁴¹. Or, cette augmentation de l'activité spéculative peut avoir une influence sur le prix du marché financier dont on craint qu'il affecte à son tour le marché physique. Cette crainte est d'autant plus forte qu'il y a des interrogations relatives à l'absence de corrélation entre le volume de marchandises négocié sur ces marchés et la production réelle⁴². Les Professeurs SIMON et LAUTIER indiquent ainsi que « *les transactions sur certains marchés représentent 10 fois, 15 fois, et parfois plus, le volume de la production effective de produits physiques. [...] Certaines années, les transactions à terme peuvent être supérieures à quarante fois le volume de la production américaine* »⁴³. Si cette critique doit être relativisée dès lors que ce volume d'échange s'explique par « *le passage de la marchandise entre plusieurs mains* », cette justification ne doit pas masquer le fait que la majeure partie des transactions sont purement financières⁴⁴. Et puisqu'il n'y a aucune limite au nombre de participants à un marché, il n'est pas à exclure que même sans prendre en compte le passage des marchandises entre plusieurs mains, le volume total de marchandises visé par les contrats dépasse la production réelle.

17. Délimitation du sujet. « Les principaux marchés dérivés de matières premières agricoles se situent aux États-Unis et en Europe. Le *Chicago Board of Trade* (CBOT), créé en 1848 et mettant en place un marché à terme en 1865, domine le marché des céréales. Le *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE) et le *Marché à Terme International de France* (MATIF) sont les principaux marchés à terme de marchandises en Europe. Le MATIF (blé, colza, maïs, orge) et le LIFFE (cacao, café, sucre) sont aujourd'hui des composantes d'Euronext »⁴⁵. Dans le cadre de cette étude, nous nous focaliserons en priorité sur l'étude des

⁴¹ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°788, p. 482 ; adde. S. DUROX, « Du market making à la tenue de marché : les prix de la liquidité sur les bourses de valeurs de Londres et de Paris », in *Études sur le cours de bourse* (dir. J. Stoufflet et J.-P. Deschanel), Economica, 1997, pour qui la liquidité doit être entendue comme « *le degré de facilité avec lequel un investisseur peut négocier (achat/vente) à des prix raisonnables compte tenu de l'offre et de la demande disponibles. Elle mesure ainsi l'attraction du marché considéré et la mobilité des capitaux, l'immédiateté caractérisant la possibilité de dénouer les transactions à bref délai* ».

⁴² Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, n°1.8, p. 41.

⁴³ *ibid.* ; Par « *transactions à terme* », il faut ici entendre « *contrats financiers* ».

⁴⁴ *ibid.*

⁴⁵ I. PARACHKÉVOVA, M. TELLER, « *Légitimité et utilités de la spéculation* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013 p. 34.

opérations financières et des contrats financiers relatifs à des matières premières agricoles conclus au sein d'Euronext. Ce sont en effet les marchés financiers réglementés⁴⁶ (dont Euronext est le seul représentant à l'heure actuelle) qui donnent le plus matière à une étude de droit des contrats, dès lors que le système qu'ils mettent en place découle et influence tout à la fois le droit des contrats, lequel est au cœur des difficultés relevées.

18. Problématique. Au regard des interrogations relatives à l'influence des marchés financiers sur les marchés physiques, et aux conséquences que la réponse à la question peut avoir sur la sécurité alimentaire, une analyse du fonctionnement juridique des marchés de matières premières agricoles mérite d'être menée. Puisque derrière toute opération financière et derrière tout prix de marché, il y a des contrats qui ont permis leur détermination, alors le Droit n'est-il pas au moins en partie responsable de l'existence d'un système qui pourrait avoir un effet néfaste sur la sécurité alimentaire en affectant par exemple les revenus des producteurs ou la conformité des prix de marché aux réalités de l'activité agricole ? Après tout, même si l'on peut penser que la détermination des prix sur les marchés se fait par la libre confrontation de l'offre et de la demande, celle-ci n'est jamais totalement libre. Elle est toujours encadrée de façon plus ou moins forte par le droit, et les règles juridiques vont nécessairement influencer le processus de formation du prix de marché. Si les règles applicables n'autorisent pas certains acteurs à conclure des contrats, le prix de marché ne sera pas le même que si tout le monde peut s'engager indistinctement. Si les conditions à remplir pour avoir l'autorisation de conclure un contrat sont plus ou moins strictes, le prix de marché sera affecté. Si l'on peut conclure un contrat par heure, par minute ou par seconde, là encore les prix peuvent être influencés.

19. Or, les denrées alimentaires, si elles sont indubitablement des marchandises, « ne sont pas des marchandises ordinaires. D'une part, ces produits sont destinés à répondre à un besoin fondamental parce que vital de l'être humain. D'autre part, ces produits sont issus de la nature et proviennent de l'exploitation de ressources naturelles diversifiées, mais fragiles et limitées »⁴⁷. Ce constat à lui seul mérirait que l'on réserve aux denrées alimentaires un sort différent de celui des « marchandises ordinaires », et a fortiori que les contrats financiers sur matières premières agricoles soient traités différemment des autres contrats financiers. Mais cela ne pourrait se faire qu'à condition que cette préoccupation soit universelle et non propre à

⁴⁶ Les marchés réglementés sont ceux qui répondent aux exigences posées à l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier.

⁴⁷ F. COLLART DUTILLEUL, *Penser une démocratie alimentaire Vol. 1*, (dir. François Collart Dutilleul et Thomas Bréger), en open access à l'adresse : <http://www.oapen.org/search?identifier=632414>, 2013, p. 14.

chacun. C'est pourquoi à défaut d'un consensus politique autour de la spécificité des denrées alimentaires, nous essaierons de mettre en lumière des éléments juridiques qui permettent de distinguer les contrats financiers sur marchandises (puisque nous ne pouvons pas séparer les matières premières agricoles des autres biens susceptibles de livraison) des autres contrats financiers.

20. Ainsi, même si les contrats financiers ne portent pas sur toutes les denrées alimentaires existantes, qu'ils ne représentent qu'une partie assez réduite de l'activité financière globale, et qu'il existe des doutes sur l'influence d'une spéculation mal contrôlée au sein des marchés financiers sur les prix des marchés physiques, une étude de leur fonctionnement mérite d'être menée. Nous essaierons d'apporter des éléments juridiques de réponse à deux questions principales. La première est de savoir quelles ont été les modifications du droit des contrats qui ont accompagné le développement des différents marchés de matières premières agricoles, des marchés physiques jusqu'aux marchés financiers. La seconde, c'est de savoir si une analyse des contrats financiers relatifs aux matières premières agricoles permet de les intégrer sans réserve dans le vaste ensemble des contrats financiers, ou bien s'ils présentent des spécificités juridiques qui pourraient conduire à leur attribuer une qualification et un régime autonomes, notamment au regard des modifications apportées par les modifications apportées au droit des contrats par l'ordonnance 10 février 2016⁴⁸ et la loi de ratification de 2018⁴⁹. Plusieurs travaux ont proposé un ordonnancement des contrats financiers et une analyse du fonctionnement des marchés financiers, et permis de dégager des caractéristiques communes à ces objets juridiques jusqu'alors non identifiés⁵⁰. Nous suivrons leurs traces, et marcherons souvent dans leurs pas par nécessité, mais nous essaierons toujours de mener notre analyse en ayant à l'esprit les

⁴⁸ Ordonnance 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations.

⁴⁹ Loi n° 2018-287 du 20 avril 2018 ratifiant l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, JORF n°0093.

⁵⁰ Les plus proches de notre sujet sont les suivantes : A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26 ; P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28 ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16 ; A. GAUDEMÉT, *Contribution juridique à l'étude des dérivés*, préface de H. Synvet, Economica, Université Panthéon-Assas (Paris), 2008, Recherches juridiques, tome 22 ; J. B. MOJUYE, *L'analyse juridique des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...)* en droits français et américain, thèse, Paris II, Panthéon-Assas, 2003 ; K. MEDJAOUI, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, préface de C. Galvada, Paris, LGDJ, 1994, Bibliothèque de droit privé, tome 262 ; I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse, Strasbourg, 1999.

problématiques liées à la sécurité alimentaire que nous avons pu évoquer. Notre objectif n'est pas de remettre en cause tout ce qui a déjà été dit. D'une part, il s'agit d'essayer d'apporter une pierre supplémentaire à l'édifice de la compréhension des contrats financiers. D'autre part, de tenter « *d'abandonner [une] approche jusqu'ici trop formelle, réduite à une analyse technique de ces marchés de dérivés alimentaires* »⁵¹, afin de permettre une réflexion plus générale sur l'opportunité de conserver les contrats financiers sur matières premières agricoles dans la même catégorie juridique que les autres contrats financiers. Pour construire notre réponse avec le plus de recul et d'objectivité possible, nous étudierons tout le processus qui a conduit à faire des contrats financiers ce qu'ils sont, afin de repérer l'influence des marchés sur des contrats qui initialement, n'avaient pas pour objet de spéculer.

21. Annonce de plan. Pour mieux comprendre les techniques juridiques utilisées au sein des marchés financiers de matières premières agricoles, il est nécessaire de comprendre la façon dont ils sont apparus. Dans le principe, l'idée même de réagir aux variations de prix imposées par l'activité agricole est très ancienne, et des instruments juridiques permettant d'y faire face ou d'en profiter ont été inventés très tôt dans l'histoire. Cependant, leur intégration dans des marchés s'est faite plus tardivement, et les évolutions se sont ensuite accélérées de façon exponentielle à partir de la fin du XX^e siècle. Une première approche nous permettra ainsi d'étudier la création et le développement des marchés financiers à travers le spectre des contrats qui permettent de gérer les variations de prix des denrées alimentaires (Partie 1). Nous pourrons ensuite constater en quoi les contrats financiers relatifs aux matières premières agricoles comportent une véritable spécificité, en dépit des transformations qu'ils ont subies pour être adaptés aux besoins des marchés financiers (Partie 2).

⁵¹ I. PARACHKÉVOVA, M. TELLER, « *Légitimité et utilités de la spéculation* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013

PREMIÈRE PARTIE

DES CONTRATS DE GESTION DU RISQUE DE PRIX AUX MARCHÉS FINANCIERS

22. Indépendamment de son caractère indispensable à la survie de tous, l'activité agricole est par nature soumise à des risques qui échappent au contrôle de ceux qui en font leur métier. Cela rend sa rentabilité compliquée à assurer pour au moins deux raisons indissociables. La première est qu'elle s'étale dans le temps, et la seconde est qu'elle est soumise à des aléas, entendus comme des « événement[s] à venir qu'on ne maîtrise pas, qui procède[nt] pour une part du hasard »⁵². De natures variables, ils peuvent être climatiques, économiques, politiques ou encore sociaux et vont affecter les vendeurs comme les acheteurs en bouleversant parfois l'équilibre qui existait entre l'offre et la demande entre le moment où le producteur a pris la décision de semer, et celui où ils récoltera sa production⁵³.

S'agissant de l'offre, de nombreuses incertitudes découlent directement de la nature que l'homme exploite pour cultiver ses denrées. Par exemple, personne ne peut prévoir avec certitude le temps qu'il fera pendant toute la période nécessaire à la pousse des végétaux (aléa climatique). Si les évolutions technologiques permettent de mieux anticiper le climat et de protéger sa récolte contre la sécheresse ou les intempéries, il s'agit de bien maigres remparts dont tous ne disposent pas et dont la fiabilité n'est jamais totale. La sécheresse qui a frappé la Russie durant l'été 2010 a détruit près de 10 millions d'hectares de cultures, soit 20% des surfaces ensemencées, et les agriculteurs n'ont pu y assister qu'avec une certaine impuissance.

23. S'agissant de la demande, la situation est moins susceptible de varier de façon subite et c'est pourquoi les économistes la qualifient souvent de « peu élastique »⁵⁴. Pour autant, elle

⁵² P.-Y. GAUTIER, « Passions et raison du droit en matière de jeux d'argent », *Pouvoirs* 2011, n°139, <https://www.cairn.info/revue-pouvoirs-2011-4-page-91.htm>, p. 91.

⁵³ J. CORDIER, « Assurance, marchés financiers et puissance publique », *Économie Rurale* 2001, n°266, p. 111 ; F. DECLERCK, M. PORTIER, *Comment utiliser les marchés à terme agricoles et alimentaires*, Paris, Guides France Agricole, Comprendre, 2^e éd., 2009 p. 19-21.

⁵⁴ J.-M. BOUSSARD, *Gestion des risques et des crises dans le secteur agricole*, 2005 ; P. CHALMIN, *Compte rendu auprès de l'assemblée nationale - Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*, 2010 ; P. JACQUET, « Volatilité des prix et développement

n'est pas totalement figée et peut parfois fluctuer de façon importante, comme par exemple lorsque la population d'un pays comme la Chine change rapidement ses habitudes alimentaires en faveur d'une consommation beaucoup plus importante d'une denrée et entreprend d'en importer massivement⁵⁵. Une question similaire se pose lorsque des produits agricoles auparavant destinés à la consommation se voient utilisés pour produire des biocarburants. Cela entraîne en effet simultanément une hausse des besoins de marchandise, pour une même quantité de denrées produites.

24. Or, les denrées alimentaires constituent pour les plus démunis de biens dits « *de Giffen* »⁵⁶. Il s'agit de produits de première nécessité qui ne peuvent être remplacés, et sur lesquels les variations de prix ont une influence certaine. Pour la plupart des biens, la demande diminue lorsque le prix augmente, car il est possible d'en acheter d'autres à la place. Mais ce n'est pas le cas pour les biens de Giffen dont la demande va rester constante, voir même augmenter si les ménages choisissent de sacrifier l'achat d'autres biens pour augmenter leur capacité à acheter ces biens essentiels. Pour pouvoir se les procurer, les individus vont donc choisir renoncer à acquérir d'autres biens qu'ils consommaient avant la hausse des prix. Par exemple, en cas d'augmentation du prix du riz, les achats de viande vont être diminués, et les économies ainsi réalisées vont servir à acheter en quantité supérieure le riz dont la valeur a augmenté⁵⁷.

25. Ainsi, qu'un acteur produise les matières premières agricoles, qu'il les transforme ou qu'il les consomme, il reste en proie à des aléas de toutes formes qui affectent à la fois l'offre (ceux qui produisent et vendent ensuite les denrées) et la demande (ceux qui les achètent) et dont les effets se répercutent toujours au moment des échanges commerciaux, lorsqu'il s'agit

agricole », *Secteur privé et développement* 2012, n°13, p. 10-12.

http://www.proparco.fr/webdav/site/proparco/shared/PORTAILS/Secteur_prive_developpement/PDF/SPD13/PDF/Revue13_Article_PJ_FR.pdf.

⁵⁵ B. FORIN, « *La financialisation des matières premières agricoles... Maladie Hollandaise ou Passage Obligé du Néolithique au 21^e siècle* », *jam. pub.* 2010, p. 3 ; Il s'agit néanmoins d'analyses économiques qui sont souvent sujettes à controverse. Voir également pour un avis plus nuancé J. GHOSH, *Commodity speculation and the food crisis*, in *Excessive Speculation in Agriculture Commodities*, IATP, 2011, p. 51.

⁵⁶ Sur cette théorie économique, V. R. GIFFEN, *Economic inquiries and studies*, G. Bell and Sons, London, 1904; V. R. T. JENSEN, N. H. MILLER, « *Giffen Behavior and Subsistence Consumption* », *The American economic review*, 2008, vol. 98, n° 4, p. 1553;

⁵⁷ R. T. JENSEN, N. H. MILLER, « *Giffen Behavior and Subsistence Consumption* », *The American economic review*, 2008, vol. 98, n° 4, p. 1553.

de fixer un prix d'achat ou de vente⁵⁸. Cette incertitude quant au futur peut donner lieu à des gains inespérés, mais aussi à des pertes redoutées.

26. C'est pourquoi faute d'avoir la maîtrise de tous les facteurs qui peuvent influencer le prix des denrées, les opérateurs ont cherché à contrôler les conséquences de ses variations en adaptant les contrats de vente dans le but de leur faire produire un effet économique de gestion du risque de prix et pouvoir se protéger de ses variations (Titre 1). Mais si la gestion du risque de prix peut se faire dans une logique de protection, ce qui est couramment qualifiée de « *couverture* », elle peut aussi être menée dans une optique de recherche de profit, dite de « *spéculation* ». Le succès de ces contrats qui pouvaient à la fois servir de moyen pour se protéger contre les risques et pour tenter d'en tirer profit a favorisé leur développement et conduit à la création d'un véritable système organisé autour de la spéculation (Titre 2).

⁵⁸ M.-A. ROUSSILLON-MONTFORT, « *Les marchés à terme agricoles en Europe et en France* », *Notes et études économiques* 2008, n°30, p. 101-102.

Titre 1.

LES MÉCANISMES CONTRACTUELS DE GESTION DU RISQUE DE PRIX

27. Les facteurs qui influencent les prix des denrées alimentaires sont pour la plupart apparus en même temps que l'activité agricole (par exemple, les aléas climatiques) et en demeurent souvent indissociables. Dès lors, même si la gestion du risque de prix passe aujourd'hui par des mécanismes variés et très sophistiqués, le souci de s'en protéger est apparu bien plus tôt sous des formes plus simples. À cet effet, les « *contrats* »⁵⁹ qui ont servi dès la naissance de l'agriculture et du commerce à échanger des denrées ont constitué une base juridique de choix pour produire l'effet économique de gestion du risque de prix, surtout à une époque où des mécanismes pouvant avoir cette même fonction tels que les assurances ou des systèmes d'aide divers comme la PAC n'existaient pas encore. Pour reprendre les mots du Professeur THIBIERGE qui évoquait —en la critiquant— l'image traditionnelle du contrat, celui-ci avait pour effet de créer entre l'acheteur et le vendeur « *un monde fermé, protégé, imperméable aux influences extérieures ou intérieures [...] qui traverse le temps sans être affecté par les changements* »⁶⁰. Quelles que soient ses variations dans l'intervalle de temps qui sépare la conclusion du contrat et son exécution, la valeur des denrées demeure identique pour les parties, leurs obligations étant fixées par le contrat. C'est cet effet du contrat qui est à l'origine des opérations financières, et c'est pourquoi les contrats constituent des supports parfaitement adaptés à des opérations⁶¹ destinées à maîtriser les variations de prix.

28. Le développement des différents outils contractuels de gestion du risque de prix a été fortement marqué par l'apparition et le développement des marchés financiers qui ont contribué à les faire évoluer tout en leur donnant une importance bien plus forte. Ils ont en effet vu leur

⁵⁹ Le concept de contrat n'existant pas encore, mais les engagements que les parties prenaient alors répondent à la conception d'engagement de volonté mettant à la charge de ceux qui s'engagent des obligations.

⁶⁰ C. THIBIERGE-GUELFUCCI, « *Libres propos sur la transformation du droit des contrats* », *RTD civ.* 1997, n°2, p. 360.

⁶¹ Nous préférons le terme d'opération à celui de « *contrat* ». Même s'il est vrai qu'un seul contrat peut permettre de gérer un risque de prix, certains opérateurs recourent parfois à des combinaisons de contrats.

diversité croître de façon exponentielle ; s'ils concernaient à l'origine les matières premières agricoles, ce n'est plus le cas désormais, et « *tout élément dont le cours, la valeur, la quantité, la qualité... est susceptible de varier peut servir de sous-jacent dès lors qu'il existe une valeur fiable sur cette évolution* »⁶².

29. Depuis la fin du XIX^e siècle, les contrats en question se concentrent majoritairement au sein des différents marchés financiers sous des formes quasiment identiques. En effet, la mondialisation et la libéralisation des échanges ont engendré à la fois la concurrence et la coopération des places boursières qui harmonisent non seulement leurs règles de fonctionnement, mais aussi les modèles de contrats qu'elles proposent et même imposent aux opérateurs (V. infra n°229). L'objectif est d'offrir au marché et à ses utilisateurs une efficacité économique toujours plus importante, et donc d'adapter sa réglementation aux besoins des opérateurs. Comme le soulignent deux auteurs, « *la qualité de la réglementation du marché constitue un élément du choix des opérateurs, la règle de droit elle-même devient un élément de concurrence* »⁶³. Dès lors, il semble logique que les mécanismes contractuels qui sont institués par les différents marchés soient similaires, ceux qui rencontrent le plus de succès et qui correspondent au besoin du plus grand nombre d'opérateurs étant repris par les concurrents et les partenaires.

30. L'avènement des marchés et le développement de la finance ont opéré un basculement très important dans la façon dont est appréhendée la gestion du risque. Initialement, l'effet de gestion du risque découlait de la façon dont s'effectuait le transfert de propriété ; il y était adossé. La logique des marchés financiers a en revanche déclenché progressivement une nouvelle vague de mutation des contrats afin de les adapter à leur logique et les transformer en purs outils de gestion du risque, ne faisant du transfert de propriété qu'une possibilité accessoire et rarement utilisée en pratique.

L'étude du développement des différents outils contractuels qui ont été créés pour gérer les risques de prix (chapitre 1), et de l'évolution des marchés financiers qui les ont accueillis et transformés (chapitre 2) mettra en évidence cette bascule progressive.

⁶² T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, p. 226.

⁶³ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, p. 8.

Chapitre I.

LE DÉVELOPPEMENT DES DIFFÉRENTS OUTILS JURIDIQUES DE

GESTION DU RISQUE DE PRIX

31. Comme le rappellent deux auteurs, « *les échanges et le risque sont inséparables. Par conséquent, les marchands ont depuis l'aube de l'histoire pensé à des moyens d'atténuer et, si possible, de supprimer le coût du risque en concevant des stratégies pour assurer la stabilité des approvisionnements et des prix* »⁶⁴. Même si le concept de « contrat » n'existe pas encore en tant que tel, les outils de gestion du risque de prix de cette époque étaient déjà basés sur ce que l'on pourrait rapprocher rétroactivement de la qualification de contrat au sens de l'article 1101 du Code civil, c'est à dire d'un « un accord de volontés entre deux ou plusieurs personnes destiné à créer, modifier, transmettre ou éteindre des obligations ».

Faute de pouvoir réellement prévoir adopter une approche préventive consistant à anticiper avec justesse tous les paramètres pouvant affecter à la hausse ou à la baisse la valeur des productions agricoles, les premiers agriculteurs et commerçants ont opté pour une méthode curative consistant à en maîtriser les conséquences via des accords. À défaut de pouvoir imposer leur volonté au climat, ils pouvaient décider du contenu de leurs engagements, et c'est ainsi que l'usage des contrats commerciaux a été adapté afin de permettre, en plus de transférer la propriété des biens, de maîtriser les variations de prix (Section 1). Mais ce contrôle des variations de prix peut tout à la fois avoir une connotation assurantielle en permettant de s'en protéger, et spéculative en offrant la possibilité de les exploiter (Section 2).

Section 1. LES CONTRATS COMME INSTRUMENTS DE GESTION DU RISQUE DE PRIX

32. Il est possible de répartir ceux qui se positionnent en tant qu'acheteurs et vendeurs dans deux catégories : ceux dont l'activité les expose aux variations de prix et qui souhaitent s'en

⁶⁴ W. N. GOETZMANN, K. G. ROUWENHORST, *The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets*, Oxford University Press, 2005, p. 189 : “*Trade and risk are inseparable. Consequently, from the dawn of history merchants have sought means to alleviate and, if possible, eliminate the cost of risk by devising strategies to secure stability of supply and price*”.

protéger (§1), et ceux qui au contraire n'y sont pas soumis naturellement, mais choisissent de s'y exposer volontairement (§2).

§1. La protection et l'exploitation du risque : la « *couverture* » et la « *spéculation* »

33. Il est courant de parler de « *couverture* » pour désigner la technique permettant de se protéger d'une éventuelle variation des prix qui engendrerait une perte. Acheteurs comme vendeurs peuvent souhaiter se couvrir, les premiers par crainte d'une hausse des prix et les seconds en prévention de leur baisse. Or, puisqu'ils ne peuvent ni ne doivent contrôler les prix du marché, ils choisissent en quelque sorte de se soustraire à leur influence au moyen d'un contrat dans lequel ils vont s'accorder pour fixer le prix qu'ils vont chacun verser et recevoir de leur vis-à-vis, et ce quel que soit les évolutions des prix. À partir de ce moment, peu importe que les prix s'envolent ou s'effondrent, les obligations des parties resteront totalement insensibles à ces variations, le prix qu'elles se sont engagées à se verser demeurant identique. Du fait de leur utilité pour les acteurs de la filière agricole, les opérations de couverture ont une meilleure réputation que les opérations de spéculation. En effet, elles ne peuvent être effectuées que par des opérateurs qui sont soumis au risque dans le cadre de leur activité professionnelle, qui ont un réel besoin des marchandises, et qui ne risquent donc pas de fausser le prix de marché, car contrairement aux spéculateurs financiers, ils s'engagent en principe de façon ferme.

34. La spéculation représente l'opposé de la couverture : il ne s'agit pas de se protéger contre un risque, mais d'en tirer profit. C'est en effet une logique totalement inverse qui anime ceux qui se protègent contre le risque et ceux qui l'exploitent, les spéculateurs étant ceux qui ont vu dans la variation des prix l'opportunité de réaliser des profits en anticipant le niveau futur de ces derniers. En ce sens, il s'agit pour eux d'une méthode d'enrichissement comme une autre, consistant à s'exposer sciemment à un risque afin de chercher à réaliser un profit.

35. Avant de voir sa définition embrasser une dimension économique et financière, vers le XVIII^e siècle, la « *spéculation* » a eu un sens beaucoup plus restreint et dénué de toute connotation négative⁶⁵. Son acceptation moderne résulte d'un processus d'assimilation du sens

⁶⁵ J. LAUTMAN, « *La spéculation, facteur d'ordre ou de désordre ?* », *Revue française de sociologie* 1969, vol. 10, n°1, p. 608.

originel du mot aux activités de gestion du risque de prix. La racine du mot « *spéculation* » vient du latin, où « *spek* » traduisait une activité de contemplation⁶⁶. Celle-ci donnera naissance à la *specula*, qui recouvrat deux acceptations (elle désignait d'une part un lieu d'observation, une hauteur, et d'autre part une faible espérance, une lueur d'espoir⁶⁷) et son verbe *speculare* qui signifie « *observer* ». Le Dictionnaire de l'Académie française ajoute pour la première fois une composante économique à la définition de la spéculation en 1798⁶⁸, celle-ci incluant « *des projets, des raisonnements, des calculs que l'on fait en matière de banque, de finance, de commerce, etc.* ». C'est finalement assez récemment que son assimilation au jeu⁶⁹, au pari ou encore à l'agiotage s'est faite⁷⁰. Lorsqu'il s'agit de définir la spéculation, la définition de Nicholas KALDOR fait figure d'autorité, y compris pour les juristes qui n'ont pour l'instant pas défini la notion⁷¹. Cet auteur a ainsi pu écrire qu'elle s'entend comme « *l'achat (ou la vente) de marchandises en vue d'une revente (ou d'un rachat) à une date ultérieure, là où le mobile d'une telle action est l'anticipation d'un changement des prix en vigueur, et non un avantage résultant de leur emploi, ou une transformation ou un transfert d'un marché à un autre* »⁷².

⁶⁶ M. FAVERO, « *De la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu* », *JCP E* 2005, n°10, p. 424-430.

⁶⁷ F. GAFFIOT, *Dictionnaire Latin - Français*, Paris, Hachette, 53^e éd., 1934, V^o *specula*.

⁶⁸ *Dictionnaire de l'académie française*, 5^{ème} éd., Paris : J.J. Smits et C^{ie}, 1798, p. 598, cité par N. HISSUNG-CONVERT, *La spéculation boursière face au droit : 1799-1914*, préface de B. Gallinato, Paris, LGDJ, 2009, Bibliothèque de Droit privé, tome 511, p.23.

⁶⁹ La doctrine a toutefois rapidement considéré que le jeu et la spéculation ne pouvaient être totalement assimilés. En effet, si l'existence d'un risque est nécessaire pour qu'il soit possible de jouer ou de spéculer, l'attitude des opérateurs vis-à-vis de celui-ci est radicalement différente dans les deux hypothèses. Dans le cas du jeu, l'opérateur est actif. Il va par ses actions tenter de forcer la réalisation du risque, ou bien au contraire l'empêcher. En revanche, le spéculateur va rester dans une position neutre et s'abstenir de toute intervention, et en cela il se rapproche d'avantage du parieur. V. en ce sens H. DE VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n°643, p. 578 ; P.-A. BOULAT, P.-Y. CHABERT, *Les swaps : technique contractuelle et régime juridique*, Paris, Masson, 1992, p.49.

⁷⁰ Ce rejet de la spéculation particulièrement vif depuis le XVIII^e siècle est principalement dû aux excès de la spéculation qui ont pu déclencher certaines des premières crises financières. À titre d'exemple, il est possible de citer la faillite du système de Law ou la tulipomanie qui s'est emparée de la Hollande. V. notamment P. M. GARBER, « *Famous First Bubbles* », *The Journal of Economic Perspectives*, 1990, vol. 4, n° 2, p. 35-54.

⁷¹ Ni le Code du commerce ni le Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) n'emploient cette notion. Tout au plus est telle mentionnée par le Code de commerce à l'article L. 522-5, mais sans être définie pour autant. V. A. COURET, *et al.*, *Droit financier*, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 2^e éd., 2012, n°936, p. 671.

⁷² N. KALDOR, « *Spéculation et stabilité économique (1939)* », *Revue française d'économie* 1987, vol. 2, n°3, p. 115 ; Pour autant, d'autres définitions ont pu être données : certains considèrent qu'il s'agit d'une « *technique d'achat et de revente de biens ou valeurs en vue de tirer profit des fluctuations de leurs cours* », V. Y. BERNARD, J.-C. COLLI, *Dictionnaire économique et financier : avec les terminologies anglaise, allemande et espagnole*, Paris, Éd. du Seuil, 6^e éd., 1996, V^o *spéculation* ; d'autres y voient un procédé consistant à « *anticiper (prévoir) une hausse en achetant un titre pour le revendre plus tard avec une plus-value lorsque la hausse se sera réalisée* », V. J.-Y. CAPUL, O. GARNIER, *Dictionnaire d'économie et de sciences sociales*, Paris, Hatier, 2015, V^o *spéculation*.

36. La spéculation telle qu'envisagée par Nicholas KALDOR fait référence à l'achat et à la vente, ce qui constitue en effet le fondement des techniques spéculatives contractuelles. Néanmoins, l'apparition de contrats ne pouvant s'exécuter par une livraison physique implique que la définition ne corresponde plus totalement aux réalités juridiques. En effet, dans la mesure où certains sous-jacents ne peuvent pas faire l'objet d'un transfert de propriété, il est impossible de continuer à parler d'achat ou de vente (V. infra n°363). En ce qui concerne les matières premières agricoles, l'absence de transfert de propriété n'est toutefois pas due à la nature du sous-jacent ni à celle des contrats. En effet, pour un certain nombre de marchandises dont les denrées alimentaires, la livraison lors de la survenance du terme demeure de principe, et le fait que celle-ci n'ait jamais lieu résulte des mécanismes des marchés et non pas du contrat (V. infra n°338 s.).

§2. Typologie des contrats utilisés pour gérer la variation des prix

37. Pour qu'un seul contrat permette tout à la fois de réaliser une transaction commerciale et de gérer des changements de prix, deux modifications ont été apportées au contrat de vente traditionnel. La première a consisté à suspendre l'exécution des obligations des parties à la survenance d'un terme suspensif, ce que l'on appelle communément le « *contrat à terme* » (A), et la seconde à déterminer le contenu du contrat et les obligations des parties de façon définitive, mais à laisser le choix à l'une d'entre elles de s'engager ou non. Ce mécanisme, qui trouve sa source dans un peut assimiler à une promesse unilatérale, est celui des « *contrats optionnels* » (B).

A. Les contrats fondés sur le modèle du contrat de vente : les contrats à terme

38. L'expression de « *contrat à terme* » fait référence à un contrat de vente assorti d'un terme suspensif. Cette appellation englobe tous les contrats de vente dont l'exécution est différée dans le temps, et peut dans la pratique recouvrir deux réalités différentes : les contrats à terme dits de « *gré à gré* » et les contrats à terme « *standardisés* », que les pays anglo-saxons appellent respectivement les « *forward contracts* » et les « *futures contracts* ». Ces deux types de contrats à terme ont tous les deux le même « *noyau dur* » en ce qui concerne les obligations essentielles qui incombent aux parties : ils organisent la vente d'une marchandise en échange du paiement d'un prix, l'exécution du contrat étant différée dans le temps. Cependant, plusieurs éléments les distinguent, tout particulièrement leur contenu et le type de marché sur lesquels ils peuvent être conclus. Le contenu des contrats à terme de « *gré à gré* », négociés sur les marchés

du même nom, est laissé à la libre discrétion des parties, même si certains organismes proposent des contrats types librement modifiables par la suite⁷³. En cela, ils se distinguent des contrats standardisés, qui sont quant à eux utilisés sur les marchés réglementés, dont les éléments principaux sont déterminés par un tiers au contrat, l'entreprise de marché, et dont seul le prix dépend dans une certaine mesure de ceux qui souhaitent s'engager.

39. Avant la création de la monnaie, les principaux échanges avaient lieu via le système du don, puis par celui du troc en vertu duquel « *il fallait [...] que le possesseur d'un objet quelconque se mette en quête d'une personne disposée à acquérir la marchandise qu'il possédait et (coïncidence bien plus difficile à réaliser !) qui se trouve disposée à lui céder précisément l'objet dont il avait besoin* »⁷⁴. L'utilisation de la monnaie a permis d'apporter une solution à cet inconvénient majeur : en devenant un instrument de mesure objectif de la valeur des biens, elle en a grandement facilité les échanges. En effet, même si celui qui souhaite obtenir un bien n'a rien en sa possession qui puisse intéresser l'actuel propriétaire du bien, il peut tout de même lui céder en contrepartie la représentation monétaire de sa valeur, laquelle permettra ensuite l'acquisition ultérieure d'un autre bien.

40. La vente constitue ainsi un « *contrat translatif de propriété d'un bien moyennant une contrepartie monétaire* »⁷⁵. À l'issue de la conclusion du contrat, le vendeur remet immédiatement le bien à l'acheteur, lequel va en échange lui verser au même moment la valeur du bien exprimée sous forme de monnaie, et qui constitue le prix du contrat. Cette simultanéité de la conclusion du contrat de vente et de son exécution empêche tout effet de gestion du risque de prix, puisque le risque ne se réalise qu'avec le temps qui s'écoule. Or, les denrées agricoles ont la particularité d'avoir besoin d'un temps incompressible pour être produites, temps pendant lequel des éléments de toute nature peuvent faire varier leur prix, ce qui constitue un risque pour les acheteurs et les vendeurs. Cela les a poussés à chercher à s'en protéger, et le contrat de vente étant l'outil s'est avéré être un outil très efficace pour atteindre cet objectif, mais après avoir modifié la façon dont il s'exécute. Cette modification a consisté à adapter le contrat au temps qui s'écoule entre la production et la vente des biens en y ajoutant ce que l'on pourrait

⁷³ Le modèle de contrat le plus utilisé est celui de l' « *International Swaps and Derivatives Association* » (ISDA).

⁷⁴ C. GIDE, *Cours d'économie politique*. T. 2, Paris : Librairie de la société du Recueil Sirey, 1923, p. 235 ; P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, n°60, p. 53.

⁷⁵ F. COLLART DUTILLEUL, P. DELEBECQUE, *Contrats civils et commerciaux*, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 10^e éd., 2015, n°35, p. 41.

qualifier rétroactivement d'un terme suspensif qui va « *différer l'exigibilité de l'obligation* »⁷⁶. C'est donc en dissociant les phases de formation et d'exécution du contrat que les conventions ont été adaptées afin de neutraliser les effets du passage du temps sur la valeur marchande de la marchandise. Le contrat a ainsi été modifié en vue de le doter d'une nouvelle finalité : il opère toujours le transfert de propriété d'un bien, mais protège également en même temps les cocontractants contre la variation du prix de l'objet du contrat. Une fois le contrat conclu, peu importe que le niveau du prix du bien ne soit plus le même au moment de l'exécution du contrat : les parties qui se sont engagées à livrer une marchandise et à payer un prix déterminés demeurent définitivement tenues par leurs engagements. Elles sont donc assurées de recevoir ce qu'elles s'étaient promis lorsqu'elles se sont engagées au prix convenu, et donc de ne pas subir l'influence des variations des prix du marché.

41. Les prémisses de ces contrats datent de l'ancienne Mésopotamie⁷⁷, sous le règne d'Hammurabi. Alors qualifiées de « *prêt de céréales* », il s'agissait de conventions par lesquelles « *en contrepartie du paiement d'un prix (en céréales ou en argent) payé lors de la formation du contrat (avant la plantation), un vendeur s'engageait à livrer une denrée (un volume supérieur de céréales) dans le futur (après la récolte « sur l'aire de battage »)* »⁷⁸. On retrouve également des utilisations plus récentes de ces contrats sur les foires du Moyen Âge, lorsque « *les marchands hollandais signaient des contrats prévoyant de livrer le produit de leurs voyages avant que le transport en soit effectif* »⁷⁹. Mais c'est réellement sur les marchés américains, à la fin du XIX^e siècle, que ces contrats vont être intégrés au sein des marchés financiers⁸⁰.

42. Le contrat à terme tel qu'il est défini par les règles des marchés du XXI^e siècle constitue une version plus complexe des contrats de vente avec une livraison différée. Comme on peut le

⁷⁶ Le terme suspensif est caractérisé par un « *événement à la réalisation duquel est subordonnée l'exigibilité d'une obligation qui existe tant que le terme court, mais dont l'exécution ne peut être exigée jusqu'à l'arrivée du terme* ». Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique* (dir. Gérard Cornu), Paris, Quadrige, 12^e éd., 2017, V^o *Suspensif*.

⁷⁷ Pour un éclairage historique, V. notamment S. PRAICHEUX, « *Instruments financiers à terme* », *Répertoire de droit des sociétés*, Dalloz, 2009, n°8.

⁷⁸ E. J. SWAN, *Building the global market : a 4000 year history of derivatives*, Kluwer Law International, 2000, p. 36 : « *For a price (in grain or silver) paid at the time the contract was made (before planting), a seller agreed to deliver a commodity (a larger amount of grain) in the future (after harvest “at the threshing floor”)* ».

⁷⁹ Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, n°1.2, p. 11.

⁸⁰ *ibid.*

remarquer certains auteurs⁸¹, les différents textes qui portent sur ce contrat utilisent des dénominations différentes dont certaines s'éloignent du domaine juridique. Comme l'exprime sa terminologie, « *l'instrument financier à terme ou contrat financier [...] prend clairement fondement dans le contrat* », et particulièrement dans le contrat de vente au regard des obligations essentielles qui incombent aux parties. Les règles des principaux marchés à terme précisent ces obligations en définissant cette convention dans des termes sensiblement identiques. *NYSE-Euronext* précise qu'il constitue « *l'engagement, à un prix et à une date déterminés : pour l'acheteur de prendre livraison et de régler l'actif sous-jacent ; pour le vendeur de livrer et de recevoir le règlement de l'actif sous-jacent. Cependant, certains contrats à terme fermes peuvent se dénouer, à la date déterminée, par le paiement et l'encaissement d'une différence entre le prix auquel ils ont été négociés et celui auquel ils sont dénoués* »⁸². Pour la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), en charge du marché des États-Unis, « *un contrat à terme est un accord pour acheter ou vendre dans le futur une quantité déterminée d'une commodité à un prix déterminé. Cependant, certains contrats à terme exigent un règlement monétaire à la place d'une livraison, et la plupart des positions sont liquidées avant la date de délivrance* »⁸³.

43. Ainsi, par rapport au contrat de vente classique dont le seul but consiste à organiser un transfert de propriété, seul le moment de l'exécution des obligations des parties varie. Cela n'emporte pas de bouleversement majeur au niveau juridique, l'adjonction d'un terme n'étant qu'un élément accessoire qui ne modifie pas les obligations essentielles du contrat. En revanche, s'agissant de l'utilité du contrat d'un point de vue économique, cette modification a une importance capitale en ce qu'elle va permettre aux parties d'utiliser un seul contrat et non plusieurs pour se protéger contre les fluctuations de prix.

⁸¹ I. RIASSETTO, « *Contrats à terme fermes et options* », Dictionnaire Joly Bourse, 2000 p. 2 ; H. DE VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 635, p. 569.

⁸² Art. P/M. 1.3.4, al. 1, Règles de négociation Euronext.

⁸³ <http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/FuturesMarketBasics/index.htm>.

(Adresse consultée le 10/06/2018). La version originale est la suivante : « *a futures contract is an agreement to buy or sell in the future a specific quantity of a commodity at a specific price. However, some futures contracts require cash settlement in lieu of delivery, and most contracts are liquidated before the delivery date* ». Le terme “liquidé” utilisé dans la version originale n'a pas de sens en droit français, mais la version d'origine ne fait pas la distinction entre un « *contrat* » et une « *position* ». Il faut donc entendre le mot contrat comme une position détenue par un opérateur, cette position reposant, elle, sur la conclusion d'un contrat.

B. Les contrats fondés sur le modèle de la promesse unilatérale : les contrats optionnels

44. Les contrats optionnels constituent la seconde grande catégorie de contrats permettant de gérer les risques de variation des prix. Comme dans le cas d'une promesse unilatérale⁸⁴, le principe de cette convention est de conférer au bénéficiaire de l'option le droit et non l'obligation d'acheter ou de vendre un bien après l'écoulement d'un certain délai. Le promettant est ainsi définitivement engagé, tandis que le bénéficiaire reste libre. En contrepartie, il s'acquittera auprès du promettant d'une prime qui lui restera acquise que l'option soit levée ou non⁸⁵. Les règles de NYSE-Euronext semblent confirmer cette analyse puisqu'elles précisent qu'« *un contrat d'option d'achat ou de vente d'un actif sous-jacent est le contrat par lequel l'acheteur de l'option obtient du vendeur, moyennant le paiement d'une prime, le droit, mais non l'obligation d'acquérir ou de vendre une quantité déterminée de l'actif sous-jacent, à un prix convenu d'avance, dit "prix d'exercice", au cours d'une période ou à une date déterminée* »⁸⁶. La situation est sensiblement identique du côté anglo-saxon, puisque pour la CFTC⁸⁷, « *un contrat optionnel sur un contrat à terme portant sur une commodité confère à l'acheteur le droit de convertir l'option en contrat à terme* »⁸⁸.

45. Le Philosophe grec Thalès de Milet est présenté comme l'un des premiers utilisateurs de contrats optionnels, mais cette fois-ci avec un but spéculatif. Ayant pressenti une récolte d'olives importante, celui-ci acheta des options de location de pressoirs d'olives. La moisson précédente n'ayant pas été bonne, les tarifs étaient au plus bas. En réservant l'usage ne lui couta donc qu'une somme réduite en comparaison du profit qu'il réalisa au vu de l'abondance de la récolte qui suivit, et des besoins de stockage des producteurs à qui il revendit ses options à un

⁸⁴ Art. 1124 C. Civil.

⁸⁵ F. COLLART DUTILLEUL, P. DELEBECQUE, *Contrats civils et commerciaux*, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 10^e éd., 2015, n°60, p. 66 s ; P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, n°110, p. 85.

⁸⁶ Article P/M 1.3.1 al. 1, Règles de négociation NYSE-Euronext (abr.).

⁸⁷ <http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/FuturesMarketBasics/index.htm>

(Adresse consultée le 10/06/2015). « *an option on a commodity futures contract gives the buyer of the option the right to convert the option into a futures contract* ».

⁸⁸ Lorsque le contrat optionnel donne au bénéficiaire de l'option le droit d'acquérir ultérieurement un bien, il s'agit d'un « *call* ». Lorsqu'il obtient au contraire le droit de vendre un bien ultérieurement, il s'agit d'un « *put* ». Il existe donc au total 4 situations de base possibles : l'achat ou la vente d'un *put*, et l'achat ou la vente d'un *call*, même si certaines combinaisons plus complexes ont été développées par la pratique. V. également T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°171, p. 259.

prix bien supérieur à celui auquel il les avait payées⁸⁹. Par la suite, les contrats optionnels ont longtemps fait l'objet d'une certaine méfiance. Aux États-Unis par exemple, le *Commodity Exchange Act* de 1936 les interdisait purement et simplement lorsqu'ils portaient sur des matières premières agricoles, laissant les bourses américaines dans l'impossibilité de proposer ces contrats à leurs clients. La situation demeura dans cet état pendant presque 50 ans, jusqu'en 1984⁹⁰. Cette date marqua l'introduction de contrats optionnels ayant pour objet des contrats à terme déjà proposés par le marché, et qui pouvaient porter sur des matières premières agricoles⁹¹. Néanmoins la *Commodity Future Trading Commission* et le Congrès ne donnèrent leur accord que sous réserve que ceux-ci soient négociés uniquement dans le cadre d'un marché réglementé, ceux-ci étant mieux contrôlés.

46. L'intérêt de ce contrat est de permettre au bénéficiaire de l'option de sécuriser le prix de son objet dans l'hypothèse où il se décide à l'acheter. Il devra alors payer un « *prix d'exercice* » correspondant au cours du sous-jacent au moment de la levée de l'option. Contrairement au contrat à terme où l'engagement pris est définitif et où l'on paie l'intégralité du prix, le montant de la prime versée constitue donc ici le risque maximal pris par le bénéficiaire de l'option. Économiquement, l'utilité du contrat optionnel par rapport au contrat à terme réside surtout dans la possibilité qu'il offre aux agriculteurs de profiter d'une hausse des prix tout en se couvrant contre une perte. En effet, le contrat à terme neutralise à fois les chances de gain et les risques de perte. En revanche, le contrat optionnel permet lui de poser une option, et de renoncer à l'utiliser si les prix grimpent, afin de vendre sa marchandise sur le marché au comptant.

47. En matière de gestion du risque de prix, le contrat optionnel présente certains avantages par rapport au contrat à terme. Même s'il nécessite le versement d'une prime que n'exige pas le contrat à terme, il permet de se protéger contre une perte, tout en permettant de profiter d'une hausse. Si les prix ne varient pas en sa faveur et que le prix d'exercice de l'option est supérieur au cours du sous-jacent, le bénéficiaire pourra choisir de ne pas la lever. Il perdra la prime, mais sa perte sera limitée à cette somme seulement. À l'inverse, si ses anticipations se sont révélées justes et que les prix varient conformément à ses prédictions, alors il pourra lever l'option. La

⁸⁹ J. BURNET, *L'aurore de la philosophie grecque*, Paris, Payot, Bibliothèque scientifique, 1970, p. 46.

⁹⁰ Certains contrats optionnels portant sur des contrats à terme ayant pour sous-jacent des denrées alimentaires existaient déjà en 1982, mais leur nombre était très réduit puisqu'il ne s'agissait que des denrées non visées par l'interdiction édictée par le *Commodity Exchange Act* de 1936 (ex : le sucre roux).

⁹¹ Y. SIMON, *Les marchés dérivés : origine et développement*, Paris, Economica, Gestion poche, 2^e éd., 1997, p. 65.

faculté de se désengager est incluse d'office dans le contrat optionnel, alors que pour le contrat à terme, elle découle des obligations mises à la charge des parties par les règles des marchés. Pour se désengager, il faut donc utiliser le mécanisme de la compensation qui permet d'annuler son engagement initial en s'engageant sur un contrat symétriquement inverse (V. infra n°340). Si les marchés financiers ne proposaient pas cette alternative, il faudrait prendre livraison de la marchandise et la revendre ensuite. Certes, la possibilité existe – et est d'ailleurs utilisée par ceux qui ont la capacité de stocker des denrées –, mais elle est beaucoup plus contraignante. Le contrat optionnel, en revanche, offre naturellement cette possibilité de s'engager uniquement si l'on est certain de réaliser un profit, le seul investissement nécessaire étant la prime qu'il faudra toujours abandonner au vendeur de l'option⁹².

48. Afin d'être en mesure d'exécuter ses obligations, celui qui souhaite s'engager au moyen d'un contrat à terme ou d'un contrat optionnel doit donc avoir en sa possession le bien qu'il souhaite céder, et celui qui souhaite acheter doit détenir la somme qu'il est disposé à offrir en contrepartie de l'acquisition du bien. Mais certains vont voir dans ces contrats des opportunités de réaliser des profits, ce qui va d'une part augmenter de façon très importante le nombre de contrats conclus, et d'autre part orienter leur évolution et favoriser le développement des opérations spéculatives.

C. Les contrats délaissant la fonction commerciale du contrat

49. Dans leur forme primitive, les contrats à terme comme les contrats optionnels sont des contrats commerciaux. Si une opération de couverture peut tout à fait être réalisée au moyen d'un seul contrat, une opération de spéculation nécessite au moins deux contrats : le premier pour acquérir la propriété du bien à un certain prix, et le second pour la transférer ultérieurement à un tiers à un meilleur prix. Pour permettre à l'activité spéculative de se développer, les marchés ont progressivement tracé une frontière entre les marchandises et leur valeur, permettant ainsi de séparer la fonction commerciale et la fonction « *financière* » du contrat.

La principale différence entre les premiers contrats à terme et ceux qui sont utilisés au sein des marchés financiers depuis leur apparition au Japon au XVII^e siècle (V. infra n°90) concerne en effet l'objet du contrat. Le modèle d'origine du contrat à terme avait pour objet les denrées

⁹² Pour les contrats optionnels, on peut en effet noter une asymétrie entre les engagements : le bénéficiaire de l'option peut choisir de s'engager s'il le souhaite à exécuter le contrat, tandis que son vis-à-vis est dans une situation d'attente et a renoncé à tout pouvoir de décision contre la prime qui lui a été versée.

alimentaires et était principalement utilisé pour transférer la propriété d'un bien tout en gérant le risque de prix qui y était associé. Si un individu souhaitait spéculer, il devait systématiquement acquérir la propriété du bien avant de pouvoir réaliser un éventuel profit si l'opportunité lui était donnée de la revendre à un prix supérieur. Pour spéculer, chaque opérateur devait donc être en mesure de gérer physiquement les marchandises, ce qui limitait le nombre de personnes susceptibles de se livrer à cette activité.

50. Jusqu'à l'apparition des marchés financiers, la fonction commerciale du contrat à terme en est demeurée la principale, la gestion du risque ne constituant qu'un objectif secondaire. La situation s'est ensuite inversée lorsque les marchés japonais ont commencé à établir un autre mode d'exécution du contrat : le « *règlement par différence* ». Ce nouveau mode d'exécution des transactions consistait en un règlement monétaire basé sur l'évolution du prix des denrées entre le moment où le contrat a été conclu et une date ultérieure, ce qui a conféré aux contrats à terme une fonction spéculative beaucoup plus marquée. C'est à partir de ce moment que le contrat a pratiquement perdu sa nature commerciale au profit d'une fonction de gestion du risque de prix, son rapport originel avec l'économie réelle ne subsistant plus que de manière résiduelle. En effet, la majorité des opérateurs présents sur les marchés financiers se contente depuis de parier sur la hausse ou la baisse du prix des denrées, sans avoir aucune intention de s'en porter acquéreur.

51. Certes, juridiquement, les contrats prévoient que leur exécution consistera en le paiement d'un prix et le transfert de propriété des marchandises, ce qui n'est pas le cas pour la totalité des contrats à terme, certains actifs étant par nature insusceptibles d'une livraison physique. Mais les règles des marchés permettent aux opérateurs de ne pas procéder au transfert de propriété, et cette possibilité qui leur est laissée est aujourd'hui tellement utilisée qu'elle constitue plus la règle que l'exception. Ainsi, si les denrées alimentaires constituent toujours juridiquement l'objet des contrats financiers, elles ne servent concrètement que de simple référent économique.

52. **Transition.** La création de contrats pouvant permettre à la fois de se protéger contre un risque et d'en tirer profit a constitué une étape clé dans le développement du système financier au sein duquel la gestion du risque n'est plus nécessairement adossée à l'économie réelle, mais peut au contraire constituer une fin en soi.

Section 2. LA CROISSANCE DES OPÉRATIONS SPÉCULATIVES

53. En lui-même, le contrat est comme un outil qui aurait vocation à remplir la fonction à laquelle son contenu le destine. Cependant, un outil demeure soumis à la volonté de son utilisateur, et celui-ci peut tout à fait adapter sa finalité, et même l'en détourner pour lui attribuer un autre usage. C'est ce qui s'est passé avec les contrats de vente qui ont été adaptés pour leur permettre de servir de support à différentes opérations de gestion du risque de prix (§1). Cependant, si la fonction commerciale a d'abord été la règle, la fonction de gestion du risque étant l'exception, la logique s'est progressivement inversée (§2).

§1. Typologie des opérations de gestion du risque impliquant une opération commerciale

54. Qu'ils soient physiques ou financiers, les marchés de matières premières agricoles ont toujours une double fonction commerciale et financière, la différence étant que les marchés physiques sont principalement des marchés commerciaux, tandis que les mécanismes des marchés financiers sont conçus pour favoriser les opérations de gestion du risque de prix. Sur les marchés physiques, la priorité est donc donnée au commerce, et la gestion du risque de prix est une possibilité subsidiaire que chaque opérateur décidera ou non d'utiliser. Les opérations y sont donc construites sur la base de contrats commerciaux (A). Sur les marchés financiers, la priorité est au contraire donnée à la gestion du risque de prix. Et si des opérations commerciales peuvent y avoir lieu par exception, les opérateurs préfèrent généralement se contenter de gérer le risque sur ces marchés dérivés et procéder à l'achat ou à la vente des marchandises sur les marchés physiques (B).

A. Les opérations construites sur une combinaison de contrats commerciaux

55. Dans le cadre d'une vente à terme de blé, *Primus* et *Secundus* s'engagent à acheter et à vendre une tonne de blé en avril, mais reportent l'exécution de leurs obligations au mois de juin. Après avoir estimé le niveau qu'ils devraient des prix du marché devraient atteindre en juin, ils décident de s'accorder sur un prix de 100€. *Primus* va alors cultiver et récolter son blé tandis que *Secundus* va réunir la somme nécessaire au paiement. Après la survenance du terme , *Primus* va procéder à la livraison du bien et recevoir de *Secundus* le paiement du prix, soit 100€. Que les prix du marché pour le blé aient alors chuté à 50€ ou augmenté à 50€ n'a

alors aucune importance, dès lors que le prix qui concerne le contrat restera celui sur lequel les volontés s'étaient accordées. Dès lors, ni *Primus* ni *Secundus* n'auront à redouter une perte puisque leurs engagements sont cristallisés par le contrat, même si en contrepartie, ils ne profiteront pas d'une éventuelle variation des prix en leur faveur.

56. Le contrat optionnel fonctionne différemment, et permet également de réaliser des opérations de couverture ou de spéulation. Supposons que *Secundus* promette à *Primus* de lui vendre sa marchandise à un prix déterminé, et laisse à celui-ci la possibilité d'accepter ou de refuser pendant un certain temps en échange du versement par *Primus* d'une indemnité d'immobilisation correspondant à la valeur de l'immobilisation du bien. *Primus*, bénéficiaire d'une option d'achat, pourra cette fois choisir d'exercer ou non son droit d'acquérir. Si malgré le montant de la prime qu'il abandonnera dans tous les cas définitivement à *Secundus*, il est finalement plus intéressant d'acheter sur le marché physique, alors il suffira à *Primus* de ne pas lever l'option. *Secundus* conservera alors le montant de la prime et devra alors chercher un nouvel acquéreur pour son stock.

57. Ces deux exemples correspondent à des opérations de couverture. Mais le mécanisme est strictement identique pour une opération spéculative. Dans le cas du contrat à terme, celui qui aura acquis la marchandise ou se sera engagé à la vendre pourra ultérieurement effectuer une nouvelle opération avec un nouveau cocontractant au nouveau prix du marché. Il réalisera ainsi un gain ou une perte selon que ses anticipations auront été bonnes ou mauvaises. La situation est équivalente s'agissant du contrat optionnel : l'acquisition de la marchandise sera suivie d'une revente au nouveau prix du marché, et le profit de l'opération ne résultera que de la justesse des prédictions du spéulateur.

58. Cette technique de gestion du risque-prix adossée au commerce via l'exigence d'un transfert de propriété est la plus ancienne, même si elle est légèrement tombée en désuétude suite au développement des marchés. Elle subsiste malgré tout encore aujourd'hui, principalement sur les marchés de gré à gré et dans de rares cas sur les marchés organisés. Néanmoins, force est de constater que la gestion du risque ne se fait plus uniquement via des contrats commerciaux, mais bel et bien en majorité en utilisant une combinaison de contrats physiques et financiers.

B. Les opérations purement financières

59. Contrairement aux opérations construites sur une combinaison de contrats commerciaux, les opérations purement financières impliquent qu'aucun transfert de propriété n'ait lieu. Or, au vu des obligations des contrats relatifs aux matières premières agricoles, cela devrait être impossible. Les marchés physiques comme les marchés financiers présentent en effet toujours une fonction commerciale. Quel que soit le type de marché, à partir du moment où il implique des matières premières agricoles, les obligations du contrat mentionnent qu'un transfert de propriété doit avoir lieu. Les contrats de vente des marchés au comptant comme les contrats à terme des marchés du même nom ne laissent guère de doute à ce sujet, et même les contrats optionnels ont vocation à pouvoir donner lieu à une vente en cas de levée de l'option par le bénéficiaire. S'agissant du contrat à terme, celui-ci correspond juridiquement à une vente assortie d'un terme suspensif. Supposons que *Primus* s'engage à acheter un bien à *Secundus* qui s'engage en retour à lui céder. Le contenu de leurs obligations est alors fixé à l'occasion de la rencontre de leurs volontés, et ils s'accordent pour suspendre l'exécution de leurs obligations à un terme. Cependant, avant la survenance du terme, *Primus* ou *Secundus* peuvent se désengager sans que cela remette en cause l'engagement de l'autre (V. infra n°328), et verser ou recevoir une somme correspondant à la différence de valeur des denrées au moment où le contrat initial a été conclu, et la valeur des denrées au moment du désengagement. L'obligation de *Primus* de livrer la marchandise ou d'en prendre livraison n'aura donc jamais eu lieu, puisqu'elle était suspendue à un terme qui n'aura pas eu le temps de survenir, ce qui confère à l'opération dans laquelle il est intégré son caractère purement financier.

C. Les opérations combinant contrats physiques et financiers

60. D'après les économistes, le bon fonctionnement du marché nécessite de laisser ouverte la possibilité d'une livraison des denrées alimentaires sur les marchés financiers, afin de conserver un lien entre les cours des marchés physiques et ceux des marchés à terme sont censés converger⁹³. Cette logique semble avoir été transposée sur les marchés financiers, afin que les

⁹³ Cette convergence intervient en principe aux dates auxquelles il est possible de prendre livraison d'une marchandise achetée sur les marchés financiers, lesquelles sont déterminées par les règles de fonctionnement de ces structures. Il s'agit du phénomène de « *convergence de la base* » selon lequel « *les coûts de stockage et de financement ayant tendance à diminuer à mesure que l'échéance se rapproche, la différence entre le prix d'un contrat à terme et le prix au comptant de la matière première sous-jacente ne peut que se réduire pour finalement s'annuler à l'échéance du contrat* ». V. Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd.,

prix des marchés physiques et les prix des marchés financiers ne s'éloignent pas trop l'un de l'autre. Supposons par exemple que le blé ait une valeur de 100€/t sur le marché physique et 120€/t sur le marché financier. Certains opérateurs profiteront de cet écart pour acheter du blé sur le marché physique, et le livrer sur le marché financier. L'équilibre des prix sera alors progressivement ramené à la normale par le jeu de la loi de l'offre et de la demande.

61. Ainsi, grâce à l'existence d'une possibilité de livraison sur les marchés financiers, les opérateurs peuvent combiner l'utilisation de contrats physiques et de contrats financiers pour concevoir des opérations hybrides de couverture ou de spéculation. La raison qui pourrait justifier d'avoir recours à une combinaison de contrats physiques et financiers est la facilité avec laquelle il est possible de gérer le risque sur un marché financier. Les marchés sont avant tout des marchés de gestion du risque : cette activité constitue leur raison d'être et ils ont adapté leurs règles de fonctionnement afin d'obtenir la plus grande efficacité en la matière. Ils ont établi des formules types de contrats auxquelles les opérateurs doivent impérativement souscrire, et dont ils ne peuvent pas s'écartez (V. infra n°147). Les parties s'engagent donc toujours à acheter ou à vendre un même type de bien, ce qui augmente nécessairement la facilité avec laquelle il est possible de trouver un cocontractant. En contrepartie, elles abandonnent la précision des contrats physiques dont le contenu est tout entier laissé à leur discrédition. Les opérateurs en profitent donc pour gérer leur risque sur les marchés financiers sur lesquels il est très facile de conclure un contrat, ceux-ci étant standardisés, tandis qu'ils achètent ou vendent la marchandise sur le marché physique.

62. Ce type d'opérations de couverture mobilise donc d'une part des contrats financiers qui ne s'exécuteront pas par un transfert de propriété et d'autre part des contrats de vente classiques. Les opérateurs prennent position à la fois sur les marchés à terme pour conclure les premiers, et sur les marchés physiques pour conclure les seconds. Ils vont par exemple acheter à terme et vendre au comptant, ce qui donnera naissance à deux opérations : l'une sur le marché financier

2017, p. 20 ; Ainsi, le prix théorique d'un contrat à terme prévoit que son prix à terme doit être égal à son prix au comptant (ou prix « *spot* ») auquel il convient d'ajouter les dépenses nécessaires au stockage pour la période qui s'étend jusqu'au terme. V. D. LAUTIER, Y. SIMON, *Les 100 mots des marchés dérivés*, Paris, PUF, Que sais-je ?, 3^e éd., 2011, p. 112. La convergence s'explique par le fait qu'il est possible d'acheter et de vendre des biens sur deux marchés simultanément. Dès lors, si les prix sont plus avantageux sur l'un ou l'autre de ces marchés, des opérateurs que l'on nomme « *arbitragistes* » vont acheter où les prix sont le plus bas pour revendre là où ils sont plus hauts, ramenant les prix vers l'équilibre.

destinée à éviter la fluctuation de la valeur d'un lot de marchandises, et l'autre sur le marché physique qui permettra d'opérer l'achat ou la vente de la marchandise.

Ces deux opérations doivent être symétriquement inverses de sorte que le gain ou la perte réalisé sur un marché soit inverse au gain ou à la perte réalisé sur l'autre marché ; « *il s'agit toujours pour l'opérateur de prendre sur le marché des contrats "futures" une position inverse à celle qu'il détient sur le marché du physique* »⁹⁴. Si *Primus* souhaite vendre du blé sur le marché physique et se protéger contre un risque de baisse des prix, il va donc devoir se positionner à un instant en tant qu'acheteur de blé sur le marché financier.

Prenons par exemple une situation dans laquelle *Primus* est un producteur qui va semer du blé qu'il récoltera ultérieurement, mais redoute que les prix baissent. Si le prix du marché pour une échéance correspondant à la date de sa récolte est de 100€/t, il s'engagera à acheter à ce prix le plus proche équivalent possible de sa production. Supposons que peu avant l'échéance, les craintes de *Primus* se sont avérées justifiées, et les prix aient chuté de 10€/t. Il va alors conclure un nouveau contrat sur le marché financier, inverse au premier, et au nouveau prix du marché. Il va donc être engagé en tant que vendeur à un prix de 100€/t, et acheteur à 90€/t. Vis-à-vis du marché, il sera à la fois acheteur et de vendeur d'un même contrat, ce qui va lui permettre de réclamer la compensation de sa dette et de sa créance (V. infra n°348), et de faire un bénéfice de 10€/t sur le marché financier. En revanche, lorsqu'il va vendre sa marchandise au comptant, il la vendra à 90€/t, alors qu'elle valait 100€/t au moment où il l'a semée. Les 10€ gagnés sur le marché financier vont ainsi venir contrecarrer la perte subie sur le marché physique, ce qui montre que le risque a bel et bien été couvert. Si les prix avaient au contraire augmenté, *Primus* aurait alors perdu une occasion de réaliser un profit, mais il aurait également dû se désengager.

Il s'agit là d'un exemple volontairement simplifié où il y a une parfaite concordance des prix entre les deux marchés, mais ce n'est pas toujours le cas⁹⁵. Par ailleurs, il n'y a pas non plus toujours une corrélation parfaite entre l'opération financière et l'opération réelle. En effet, les contrats qu'il est possible de conclure sur les marchés financiers doivent être fongibles pour qu'il y ait une réelle couverture : il n'est pas forcément possible de se protéger contre une variation du prix d'une variété de blé en concluant un contrat relatif à une autre variété, car les prix peuvent alors évoluer de façon très différente. C'est pourquoi les marchés les ont

⁹⁴ Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017., n°3.1, p. 244.

⁹⁵ *ibid.*, n°2.2.1, p. 230.

standardisés et que le contenu des conventions échappe à la volonté des parties : le recours à des formules types de contrat auxquelles les opérateurs souscrivent en tant qu'acheteurs ou vendeurs, permet d'accroître la facilité avec laquelle les opérateurs peuvent trouver une contrepartie à qui transférer le risque de prix, même si cela se fait nécessairement au détriment de la perfection de la couverture. En effet, le contenu du contrat qui peut être négocié sur le marché ne correspond pas forcément à celui dont l'opérateur a besoin pour exercer son activité économique. Par exemple, si le contrat porte sur 50 tonnes de blé et qu'un opérateur a 45 tonnes à vendre sur le marché physique, la couverture du marché à terme ne correspondra pas parfaitement au risque qu'il subit, ce qui implique qu'une partie du risque ne sera pas couvert. Toutefois, il faut aussi relever que sur les marchés de gré à gré, un opérateur n'est jamais assuré de trouver de contrepartie à son engagement, ce qui est pratiquement impossible sur un marché où les contrats sont standardisés.

§2. La diminution des opérations commerciales et le des opérations spéculatives

63. L'intégration des contrats au sein d'opérations afin de dissocier les marchandises et leur valeur a engendré un fort accroissement de la spéculation. En effet, acheter une marchandise pour la revendre implique d'avoir les moyens la transporter, la stocker, de trouver un nouvel acquéreur à qui elle convienne, et de pouvoir l'utiliser dans l'hypothèse où un tiers acquéreur serait introuvable. Les risques sont multiples et par conséquent, ceux qui étaient susceptibles de spéculer étaient peu nombreux. En supprimant toutes les contraintes liées à la possession d'une marchandise, les marchés financiers ont permis de faire de la spéculation une activité autonome ouverte à un plus grand nombre d'acteurs, la seule condition à remplir pour pouvoir s'y livrer étant d'avoir de l'argent.

64. Or, si les opérations de couvertures étaient parfaitement acceptées en ce qu'elles contribuaient à l'exercice d'une activité commerciale, et qu'une activité spéculative sporadique n'inquiétait pas outre mesure, l'apparition progressive d'un système spéculatif quasi autonome (A) a pu inquiéter, donnant lieu à des réactions législatives de défense (B).

A. L'évolution du rapport entre la couverture et la spéculation

65. L'opération de couverture idéale est celle qui réunit deux opérateurs souhaitant se protéger contre un risque qu'ils subissent tous deux de façon symétriquement inverse (1). Néanmoins, il n'est pas toujours possible de trouver une telle harmonie, et c'est pourquoi il est

parfois nécessaire qu'un tiers extérieur au risque vienne s'y exposer de façon temporaire afin de permettre la réalisation d'une opération de couverture qui ne pourrait avoir lieu sans son intervention (2). Néanmoins, le développement des marchés et la scission qu'il a provoquée entre le transfert de propriété et la gestion du risque a érigé la spéculation en une activité autonome complètement détachée du commerce des marchandises (3).

1. La couverture réciproque

66. Historiquement, les premières opérations de couvertures étaient réciproques par lesquelles le vendeur se protégeait contre une future baisse des prix, tandis que l'acheteur évitait de subir leur baisse. Le contrat à terme employé pour la mise en œuvre d'une stratégie de couverture consiste à transférer à la fois la marchandise et le risque de prix qui affecte sa valeur, via un contrat, il est dès lors tout à fait possible de concevoir qu'acheteurs et vendeurs puissent se protéger réciproquement contre le risque de prix.

Par exemple, un producteur de blé peut transférer son risque à un industriel qui vend des produits finis dont le principal ingrédient est le blé : le producteur subit un risque de baisse des prix entre le moment où il sème et le moment où il récolte puis vend sa production, tandis que l'industriel a besoin d'anticiper les prix futurs pour gérer ses marges et ajuster sa méthode de production en conséquence. Dans cette hypothèse, les deux parties se protègent mutuellement contre les fluctuations de prix. L'objet du contrat sera la production, la cause objective du contrat de transférer la propriété de cette dernière, tandis que la cause subjective sera la couverture contre le risque d'une variation de sa valeur. Ici, ni l'acheteur ni le vendeur n'ont pour but de réaliser un profit, et chacun d'eux trouve dans la personne de son cocontractant un partenaire à qui il peut transférer le risque de perte qu'il subit. En ce sens, il y a là une véritable utilité à ces opérations de gestion de risque fondées sur des transferts physiques de marchandises dès lors qu'elles servent à soutenir un commerce réel.

67. Néanmoins, l'adéquation entre les personnes qui cherchent à se protéger contre la hausse des prix et celles qui cherchent à se protéger contre leur baisse ne peut pas toujours être parfaite. Si l'on est en présence de deux opérations de couverture croisées, c'est parce que par un heureux hasard, il se trouve que l'acheteur et le vendeur subissent un risque symétriquement inverse. Mais cela reste une simple coïncidence qui ne peut avoir un caractère universel ou systématique, et c'est pourquoi il est parfois indispensable d'avoir recours à des tiers qui peuvent accepter de se voir transférer un risque de prix en échange de la possibilité de réaliser un gain.

2. L'association de la couverture de la spéculation

68. Le fait que les outils juridiques utilisés afin de transférer le risque de prix soient des contrats dont l'exécution est différée dans le temps implique qu'il est inutile pour tout opérateur d'être immédiatement en mesure d'exécuter les obligations de paiement et de livraison mentionnées par le contrat, il faudra pouvoir les exécuter, mais plus tard, lors de la survenance du terme suspensif. Il suffit donc simplement à un opérateur d'être en mesure de conclure les contrats pour pouvoir maîtriser la variation du prix des biens constituant l'objet du contrat. N'importe qui peut s'engager à vendre du blé dans plusieurs mois, quand bien même il n'en produirait pas. Il pourra simplement aller s'en procurer avant la survenance du terme afin de le fournir à son cocontractant. Cela signifie que ces contrats ne sont pas « *réservés* » à ceux qui subissent les variations des prix du fait de leur activité, et qu'il est également possible à des personnes totalement étrangères à l'activité agricole de se positionner face au risque de variation des prix. Néanmoins, à partir du moment où leur exposition au risque leur fait encourir des pertes potentielles ou au moins à un manque à gagner, c'est naturellement dans l'espoir de réaliser un gain que les spéculateurs, acceptent de s'engager.

69. Il est vrai que cela permet la réalisation d'opérations de couverture qui n'auraient pas pu exister sans leur concours et que leur activité présente par conséquent une véritable utilité. Le principal inconvénient des opérations de couverture mutuelle réside en effet dans la nécessité d'être en présence de deux personnes subissant un risque inverse au même moment et disposées à contracter ensemble pour s'en protéger, et que cette adéquation n'est pas toujours satisfaite. Ce déséquilibre confère une certaine utilité à la spéculation d'exploitation des risques de variation des prix, puisque des tiers qui ne subissent pas par nature ces risques peuvent tout à fait s'engager avec ceux qui ne trouvent pas de cocontractant, et ainsi rééquilibrer la balance. Pour qu'un opérateur soit en mesure de se protéger contre la réalisation d'un risque qu'il subit, il n'a en effet besoin de rien d'autre que d'une personne qui soit prête à assumer ce risque en devenant son cocontractant. Peu importe qu'elle se destine à transformer la marchandise achetée ou qu'elle souhaite simplement la revendre ultérieurement.

70. Les spéculateurs, ont pour particularité d'être totalement désintéressés de l'usage des matières premières agricoles, seule la valeur des marchandises ayant une importance à leurs yeux. Ils ont à leur disposition des capitaux qu'ils vont investir dans l'espoir de réaliser des profits qui viennent justifier leur prise de risque. Dès lors qu'il n'a aucun intérêt à détenir les marchandises, cela signifie en effet que s'il en achète, c'est dans le but de les revendre ensuite

à un meilleur prix. S'il s'engage à acheter des matières premières dans 6 mois à un prix de 100, il sait qu'il va payer 100 quel que soit le prix du marché à ce moment-là. En revanche, il ne peut faire que des suppositions quant au futur prix du marché, et il ignore donc à quel prix il va pouvoir les revendre. Si le prix du marché est supérieur à 100 au moment de l'exécution du contrat, il va réaliser un profit lors de la revente. Mais s'il est inférieur, cela veut dire qu'il va devoir revendre la marchandise moins cher que ce qu'il l'a payée, ou bien la stocker en attendant que les prix remontent, en sachant que le stockage a un coût.

71. Initialement, la spéculation sur les denrées alimentaires ne pouvait avoir lieu qu'en support d'opérations commerciales, ce qui permettait de la contenir. Néanmoins, l'intégration de la gestion du risque dans la sphère financière en a fait une activité autonome où ceux qui spéculent s'engagent envers ceux qui spéculent.

3. L'association des contrats spéculatifs

72. Principalement grâce à la standardisation des contrats (V. infra n°229) et à l'existence d'une chambre de compensation dont l'une des missions principales est de rendre indépendantes les positions de ceux qui s'engagent (V. infra n°361), les marchés financiers permettent de façon très libre de conclure un premier contrat afin d'*« ouvrir une position »* pour se positionner en tant qu'acheteur ou vendeur d'une marchandise, puis un second symétriquement inverse au premier afin de *« dénouer cette position »*. Ce procédé permet de profiter des variations de prix sans qu'aucun transfert de propriété n'ait lieu, mais également de procéder à une *« dilution du risque »* entre spéculateurs.

73. Supposons que *Primus* soit un agriculteur qui choisisse de se positionner en tant que vendeur sur un marché financier afin de se protéger contre une baisse des prix, et que le marché le mette en relation *Secundus*, un spéulateur qui estime que les prix vont monter. Leurs consentements réciproques portent sur un prix de 150 et une date de livraison fixée à T+5. En T+1, *Secundus* va se rendre compte qu'il a fait une erreur et que contrairement à ses estimations, les prix sont descendus à 140. Si les prix continuent à baisser au même rythme, la production ne vaudra plus que 100 en T+5. Il va donc devoir payer en T+5 une somme de 150 à *Primus*, alors que le bien ne vaudra plus que 100. C'est pourquoi il va probablement en T+2 dénouer sa position en concluant un nouveau contrat avec *Tertius*, mais cette fois en tant que vendeur, *Tertius* étant acheteur. La date de livraison sera toujours fixée en T+5, mais le prix sera cette fois de 140 (le prix que vaut le bien en T+2). Du point de vue du marché, la situation sera

toujours équilibrée puisque *Primus* aura toujours une position ouverte en tant que vendeur en T+5, et il y aura toujours un opérateur positionné en tant qu'acheteur en face. Mais cet acheteur ne sera plus *Secundus*, mais *Tertius*. De son côté, *Secundus* sera totalement libéré de toute obligation, puisque du point de vue du marché, ses contrats en tant que vendeur et en tant qu'acheteur auront été compensés. Il aura seulement perdu une somme de 10 dans l'opération. Ce scénario peut tout à fait se répéter en T+3 si *Tertius* constate une nouvelle baisse des prix et souhaite ne pas prendre plus de risque. Entre T et T+5, de nombreux spéculateurs peuvent ainsi se succéder et assumer chacun une petite partie du risque que *Primus* subit.

74. Cependant, il n'est pas forcément nécessaire d'être un commerçant pour ouvrir une position en tant qu'acheteur ou vendeur. *Primus* peut donc être un spéulateur et *Secundus* aussi, le premier s'engageant à acheter ce qu'il ne souhaite pas posséder à celui qui s'engage à vendre ce qu'il n'a pas en sa possession.

B. L'apprehension des stratégies de gestion du risque par le législateur

75. Les opérations de couverture et de spéculation sont à la fois semblables et dissemblables. Semblables parce que fondées sur des contrats identiques et dissemblables parce qu'elles n'ont pas tout à fait le même objectif. Si l'on peut tout à fait les regrouper sous la même bannière des opérations ayant pour but de maîtriser un risque de prix, les premières sont bien mieux acceptées que les secondes. En tant que garants de l'intérêt général, les États ont notamment à cœur de s'assurer que les prix des denrées alimentaires restent à des niveaux en rapport avec leur valeur réelle. Bien sûr, la valeur réelle d'un bien varie dans le temps, surtout pour les denrées alimentaires. Néanmoins, lorsque les variations dépassent un certain niveau dans un certain laps de temps, sans que ce que les économistes appellent les « fondamentaux » subissent eux-mêmes de lourdes variations, il est légitime de s'inquiéter de tout ce qui peut causer cette situation.

76. En tout état de cause, force est de constater que les opérations de couverture ont la préférence du législateur grâce à leur légitimité et leur utilité (1), tandis que la spéculation est perçue comme dangereuse et n'est tolérée que parce qu'elle permet la réalisation d'opérations de couverture qui n'auraient pas lieu autrement (2).

1. La légitimité des opérations de couverture

77. Le fait que les opérations de couverture soient nécessairement liées et même subordonnées au commerce contribue à leur conférer une certaine légitimité et une meilleure

réputation que les opérations spéculatives. En effet, elles ne peuvent être effectuées que par des opérateurs qui sont soumis au risque dans le cadre de leur activité professionnelle, et qui ont un réel besoin des marchandises. Pour eux, il ne s'agit donc pas d'aller s'exposer à un risque dans l'espoir de réaliser un profit, mais au contraire d'éviter une perte. Le fait qu'elles impliquent un transfert de propriété réel de la part du vendeur, ainsi qu'une utilisation de la marchandise de la part de l'acheteur traduit leur ancrage dans le commerce réel. Il ne s'agit pas de pures opérations de gestion du risque qui se suffisent à elles-mêmes, puisqu'elles puisent leur raison d'être dans une activité commerciale, ce qui explique pourquoi les législateurs ont souvent tenté d'établir des critères permettant de séparer les activités de couverture des activités de spéculation et de favoriser les premières.

78. Initialement, la qualification d'opération de couverture ou de spéculation fut déduite de l'existence ou de l'absence d'un transfert de propriété, la première hypothèse correspondant à la couverture et la seconde à la spéculation. Ainsi, il était courant de désigner les opérations spéculatives comme des marchés « *fictifs* » dans le sens où aucun échange concret ne résultait de l'exécution du contrat. Néanmoins, ces marchés fictifs n'étaient pas utilisés seulement par les spéculateurs. Certains y avaient recours dans une optique de couverture, et faisaient ainsi le choix de se protéger contre les risques de prix sur les marchés à terme tandis qu'ils procédaient au commerce réel des marchandises sur les marchés physiques.

79. Dès lors, la différence entre les opérations de couverture et de spéculation existe toujours, mais elle ne se déduit plus systématiquement de l'existence ou non d'un transfert de propriété dans l'opération conclue sur les marchés à terme. En effet, ceux qui spéculent comme ceux qui se couvrent en utilisant les marchés à terme n'exécutent pas leur contrat par une livraison physique des biens : ces transactions leur servent exclusivement à gérer le risque de prix. La seule différence qui subsiste entre les uns et les autres réside dans l'existence d'une véritable opération commerciale parallèle. À l'inverse, les opérations purement spéculatives ne visent qu'à exploiter des variations de prix, sans qu'aucun échange commercial n'ait lieu.

2. Les craintes relatives aux opérations spéculatives

80. Les spéculateurs permettent à certains acheteurs et vendeurs de se protéger contre le risque de prix⁹⁶. En se portant contrepartie de ceux qui souhaitent conclure des contrats pour se

⁹⁶ *ibid.*, spéç. p. 25.

couvrir, ils exercent une activité qui présente une réelle utilité. Mais d'une part, cette utilité n'est qu'une conséquence qui découle de la nature même de leur activité, mais en plus celle-ci s'est développée de manière autonome, et a plusieurs fois entraîné des excès dont les conséquences ont éloigné le prix des biens de leur valeur marchande « *habituelle* ». Qualifiés de « *bulles spéculatives* », ces phénomènes ont pris place en différents lieux et différentes époques, mais ont un point commun : la valeur du bien objet de spéculation s'est soudainement retrouvée complètement déconnectée de sa valeur habituelle.

81. Concrètement, il s'agit « *d'une phase pendant laquelle les prix négociés s'affranchissent de leurs relations habituelles avec les données économiques dites fondamentales et s'inscrivent dans une tendance fortement haussière autonome. C'est aussi une période pendant laquelle les rendements attendus des actifs sont de plus en plus basés sur la plus-value de revente espérée et de moins en moins sur les revenus naturels, dont le taux diminue à mesure que le prix s'élève. On peut donc ajouter que c'est aussi un moment où la fonction de rappel vers l'équilibre, attribuée au marché concurrentiel, ne joue plus son rôle et où au contraire, la hausse des prix se nourrit d'elle-même* »⁹⁷.

Une bulle spéculative est ainsi caractérisée par la forte montée du prix d'un produit résultant d'un déséquilibre très fort entre l'offre et la demande en faveur de la demande. Il y a beaucoup plus d'acheteurs que de vendeurs, ce qui entraîne une hausse des prix d'un produit jusqu'au point où la valeur à laquelle il s'échange est complètement déconnectée de sa valeur « *normale* ». L'éclatement de la bulle correspond quant à lui au moment où tous ceux qui ont acheté ces biens s'empressent de les revendre dans un même mouvement. Le rapport entre l'offre et la demande est cette fois-ci complètement inversé en faveur de l'offre, ce qui fait chuter très rapidement les prix. Dans ces circonstances, ceux qui étaient acheteurs alors que les prix étaient en train de monter et qui sont incapables de les revendre subissent des pertes conséquentes.

82. Cela montre clairement que la spéculation est intrinsèquement porteuse du risque de bouleverser les prix des produits qui en sont l'objet, et ce même en l'absence de manœuvres destinées à les influencer. Un emballage spéculatif peut avoir exactement le même effet, et peut même être plus dangereux puisqu'en raison de sa légalité, il peut concentrer un plus grand nombre d'acteurs qui ne sont pas des professionnels et qui peuvent se laisser entraîner sans que

⁹⁷ J. NINET, « *Les déterminants récurrents de la formation des bulles financières* », *Économie appliquée* 2004, vol. 57, n°2, p. 105 s.

rien ne les freine. Même s'ils ne concernent pas les denrées alimentaires, certains exemples historiques illustrent parfaitement à quel point la spéculation non maîtrisée peut avoir de graves conséquences en l'absence de toute manœuvre de la part de ceux qui s'y emploient.

Dans les années 1630, la Hollande a par exemple été le théâtre de l'un des premiers effondrements économiques dû à la spéculation. À cette époque, la tulipe a connu un succès tel que tout le monde souhaitait en acquérir. Les bulbes de toutes sortes de variétés s'échangeaient contre des sommes complètement déconnectées de leur valeur habituelle. Un auteur rapporte ainsi qu'"*un bulbe jusque-là sans valeur intrinsèque pouvait s'échanger contre un carrosse neuf, deux chevaux gris et leurs harnais*"⁹⁸. Pendant plusieurs mois, les prix étaient en constante hausse parce que tout le monde en achetait de façon ininterrompue, même ceux qui n'avaient aucun lien avec le circuit économique de commercialisation de la tulipe⁹⁹. Ce déséquilibre constant de l'offre et de la demande en faveur de la demande tirait les prix vers le haut, et tous étaient convaincus que cette dynamique n'allait jamais s'arrêter. Certains de ceux qui voulaient à tout prix acheter les précieux bulbes allaient jusqu'à vendre leurs biens propres et parfois même leurs biens immobiliers afin de les acquérir, le tout pour les revendre ultérieurement plus cher. Mais cette frénésie d'achat prit fin en 1637, lorsque certains souhaitèrent consolider leurs profits en revendant ce qu'ils avaient acheté, ou bien ont simplement senti que cette situation ne pourrait pas durer. Quoi qu'il en soit, les premières reventes affolèrent, et tout le monde s'empressa de se débarrasser des bulbes dont la valeur commençait à décliner. Symétriquement à ce qui s'était produit pendant la hausse des prix, l'offre était cette fois supérieure à la demande, ce qui a fait chuter les prix de façon très rapide. Ceux qui comptaient vendre leurs bulbes étaient incapables de trouver une contrepartie disposée à les acheter, et ceux qui s'étaient déjà engagés à acheter ont pour la plupart renoncé à honorer leurs engagements. Les tribunaux ont été sollicités pour procéder à l'exécution forcée des contrats, mais les juges assimilant la spéculation à des paris s'y refusèrent¹⁰⁰.

⁹⁸ J. K. GALBRAITH, *Brève histoire de l'euphorie financière*, Paris, Éd. du Seuil, 1992, p. 33

⁹⁹ N. W. POSTHUMUS, The Tulipmania in Holland in the Years 1636 and 1637, in *Journal of Economic and Business History*, 1929, p. 438–439 : « *People who had no connection with bulb growing began to buy (...) Among these were weavers, spinners, cobblers, bakers, and other small trades people, who had no knowledge whatsoever of the subject. About the end of 1634 (...) the trade in tulips began to be general, and in the following months the non-professional element increased rapidly* ».

¹⁰⁰ Ils adoptaient ainsi une conduite qui rappelle nécessairement les dispositions de l'article 1965 du Code civil français en vertu duquel « *La loi n'accorde aucune action pour une dette du jeu ou pour le paiement d'un pari* ». V. GALBRAITH J.K., *Brève histoire de l'euphorie financière*, éd. du Seuil, 1992, p. 37 ; N. BENTEMESSEK KAHIA, « La bulle des Mers du Sud, ou le " too big to fail " avant l'heure », *L'Économie politique* 2010, vol. 48, n°4, p. 23-41.

<https://www.cairn.info/revue-l-economie-politique-2010-4-page-23.htm>,

* *
*

CONCLUSION DU CHAPITRE I

83. Initialement dépourvus de tout effet autre que celui de transférer la propriété du bien du vendeur à l'acheteur, les contrats commerciaux ont été adaptés afin de répondre au besoin de protection des agriculteurs contre les aléas qui affectent par nature leur activité. Mais ces nouveaux outils juridiques se sont également révélés être une source de profits potentiels pour ceux qui pouvaient se permettre de s'exposer au risque. En soi, l'arrivée des spéculateurs a constitué une bonne nouvelle pour les agriculteurs, puisqu'elle a augmenté la facilité avec laquelle il était possible pour chacun d'entre eux de trouver quelqu'un avec qui échanger à la fois la marchandise et le risque qui affecte sa valeur. Mais l'activité spéculative a également évolué sous deux aspects. Elle s'est d'abord progressivement affranchie des opérations commerciales auxquelles elle était au départ adossée, pour ensuite devenir une activité financière parfois totalement autonome, également déconnectée des opérations de couverture. Malgré les craintes légitimes qu'elle a suscitées, rien n'a suffi à empêcher durablement son développement, et en réalité, c'est même le contraire qui s'est produit. Les marchés de matières premières agricoles lui ont fait une place de choix, et se sont développés à la fois grâce à elle.

Chapitre II.

LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS À TERME DE MATIÈRES

PREMIÈRES AGRICOLES

84. Fondamentalement, la spéculation est permise à quiconque possède les moyens et le désir de la mettre en œuvre. Néanmoins, certains facteurs peuvent contribuer à donner de l'ampleur au phénomène. Dans le domaine des denrées alimentaires, le développement des marchés financiers a fortement contribué à cette expansion. Ceux-ci pourraient même constituer un pallier très important dans le sens où ils ont contribué à mettre en place des règles juridiques dont la finalité était de permettre à ceux qui intervenaient en leur sein de gérer au mieux les risques de prix. Lorsqu'un contrat permettant ce type d'opérations est conclu entre deux particuliers, son exécution est soumise aux règles du droit commun, règles qui répondent aux valeurs que le législateur a voulu défendre. Or, celles-ci peuvent parfois heurter l'efficacité économique du contrat au profit d'autres impératifs. Ainsi, certains peuvent choisir de se soumettre préalablement à la conclusion de tout contrat à un ensemble de règles édictées par une autorité extérieure qui est compétente au sein du marché. Tous les accords conclus au sein de ce lieu seront ainsi soumis non plus au droit commun, mais au droit du marché en question, qui est plus favorable à l'exercice d'une activité économique.

85. Les marchés financiers sur lesquels sont gérés les risques de prix relatifs aux denrées alimentaires sont également le fruit d'une évolution amorcée il y a plusieurs siècles. Le terme de « *marché* » vient du grec « *merx* » qui désigne un « *objet de trafic* », une « *marchandise* », et qui a donné naissance au verbe *mercior*, « *faire du trafic* », et aux substantifs « *mercator* » et « *commercium* »¹⁰¹, dont dérivera plus tard le mot « *mercatus* ». Ce dernier, plus proche de notre vocabulaire contemporain, signifie « *commerce, négoce, trafic, place de marché, marché* »¹⁰², et inspire la notion de « *marché* » actuelle qui peut, dans le domaine des denrées

¹⁰¹ E. BENVENISTE, Vocabulaire des institutions indo-européennes, Paris, Éd. de Minuit, 1969, cité par J.-M. THIVEAUD, « *Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique : des sociétés antiques à la création de la bourse de Paris, en 1724* », Rev. éco. fin. 1998, n°48, p. 21-44.

¹⁰² F. GAFFIOT, *Dictionnaire Latin - Français*, Paris, Hachette, 53^e éd., 1934, p. 968.

alimentaires notamment, revêtir plusieurs significations qui sont intimement liées aux contrats qui sont conclus dans son enceinte. Dans une première acception, le marché peut être défini comme un « *espace commercial¹⁰³ au sein duquel sont formées des conventions d'achat ou de vente résultant de la rencontre des volontés des acheteurs et des vendeurs* »¹⁰⁴. Toutefois, le marché recouvre aussi une seconde signification dans le sens où il peut aussi être entendu comme un « *contrat comportant vente et achat, ou louage de bien, de services ou de capitaux* »¹⁰⁵. Enfin, il peut également s'agir de l'ensemble des transactions concernant un bien ou une catégorie de biens, on parle alors par exemple du « *marché à terme du blé* ». Le marché peut ainsi représenter à la fois le lieu de formation du contrat (ex : le *Chicago Mercantile Exchange*), l'ensemble des contrats relatifs à une catégorie de biens sur une place ou une zone géographique donnée (ex : le marché du sucre), ou enfin l'ensemble des transactions et tractations relatives à des contrats déterminés (le marché à terme du Colza)¹⁰⁶. Il s'agit alors à la fois « *du lieu géographique des échanges et des échanges eux-mêmes* »¹⁰⁷.

86. C'est la première de ces définitions qui sera utilisée afin d'observer comment les marchés ont adapté au fil de l'histoire leur réglementation afin d'offrir un cadre propice aux activités commerciales d'abord, puis aux activités financières ensuite (Section 1), ce qui permettra d'analyser leur organisation (Section 2).

Section 1. ÉVOLUTION HISTORIQUE DES MARCHÉS FINANCIERS DE MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES

87. Même si la spéculation n'est nullement limitée aux denrées alimentaires, pas plus qu'elle ne concerne que des professionnels ni n'est confinée au sein des marchés, il n'en reste pas moins que ces derniers ont constitué pour son développement un terreau de choix. Dans un premier temps, les marchés ont avant tout constitué des lieux où la rencontre entre acheteurs et vendeurs était organisée afin de favoriser la conclusion du plus grand nombre de contrats

¹⁰³ Cet espace n'a plus forcément vocation à être localisé géographiquement, la dématérialisation des opérations leur permettant d'être exécutées avec un minimum de contraintes spatiales.

¹⁰⁴ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, Paris, Presses universitaires de France, 1, 11ème, 2016, p. 575.

¹⁰⁵ Y. BERNARD, J.-C. COLLI, *Dictionnaire économique et financier : avec les terminologies anglaise, allemande et espagnole*, Paris, Éd. du Seuil, 6^e éd., 1996, p. 910.

¹⁰⁶ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, Paris, Presses universitaires de France, 1, 11ème, 2016, p. 575.

¹⁰⁷ H. DE VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n°343, p. 338 ; H. DE VAUPLANE, « *Les notions de marché* », RDBB 1993, n°36, n°36, p.62-63 ; D. BOUGET, L. DESPRÉS, « *Marché (économie)* », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p .421, qui précisent que « *le concept de marché est souvent assimilé à l'échange, au commerce ou à la concurrence* ».

possible. Mais devant l'augmentation des activités de gestion du risque de prix, les marchés ont adapté leurs règles de fonctionnement plus adaptées à la réalisation de cet objectif, et entraîné ainsi la venue de nouveaux opérateurs intéressés uniquement par la valeur des marchandises, mais pas par leur détention.

88. L'étude de l'apparition de ces marchés permet de constater qu'ils ont eu une réelle influence sur la transformation des contrats commerciaux en contrats financiers (§1), et que malgré un certain nombre d'inquiétudes, les règles de droit ont été adaptées pour favoriser cette évolution (§2).

§1. Les premiers marchés destinés à la gestion du risque de prix

89. Les marchés financiers sont présents dans la plupart des pays, et ils fonctionnent bien au-delà de leurs frontières. Si leur place s'est consolidée à la suite de l'abandon des politiques visant à contrôler les prix au profit du développement d'une économie de marché, celle-ci n'a pas toujours été acquise, et leur développement n'a pas été identique partout, principalement à cause d'une culture juridique différente. Une constante demeure : celle de l'hésitation des pouvoirs publics quant à la conduite à adopter vis-à-vis de ces nouvelles structures. Systématiquement, les États sont tantôt intervenus de façon très forte pour encadrer les échanges et ont parfois au contraire opté pour une approche plus libérale laissant une plus grande latitude au marché.

L'analyse de l'histoire des premiers représentants de ce nouveau type de marchés l'illustre parfaitement. Apparu au Japon à la fin du XVII^e siècle, le *Dojima Rice Market* est ainsi le premier marché véritablement financier, entendu comme celui au sein duquel la fonction commerciale a été abandonnée au profit de la fonction de gestion du risque de prix (A), même si le véritable essor de ces nouveaux marchés date du XIX^e siècle aux États-Unis, lors de la création du plus vieux marché à terme encore en activité, le *Chicago Board of Trade* (B).

A. Le premier marché de contrats « *Futures* » : Le *Dojima Rice Market*

90. Bien que son fonctionnement diffère sensiblement de ceux qui sont apparus plus tard dans les autres pays du monde, il n'en reste pas moins que le premier marché à terme a été mis

en place au Japon à la fin du XVII^e siècle¹⁰⁸, au sein d'une bourse de commerce créée vers 1640 à Osaka. Sur ce marché, seul le riz était négocié, mais cette denrée avait un rôle central dans l'économie¹⁰⁹ puisqu'elle servait à la fois de denrée alimentaire et de moyen de paiement aux côtés de l'or et de l'argent, et que la valeur de la monnaie et des métaux était indexée sur la sienne. La moindre variation du prix du riz se répercutait donc sur toute l'économie. Même si certains détails mineurs varient d'un auteur à l'autre, les origines du *Dōjima Rice Market* sont souvent reliées aux relations entretenues entre deux marchands qui s'échangeaient des informations relatives aux récoltes de riz à venir dans différentes régions du Japon. Ainsi, en cas de risque de faibles moissons, cela leur permettait de stocker du riz et de le revendre après la hausse des prix¹¹⁰.

91. Le commerce du riz s'effectuait via un système de traites portant sur du riz et émises par ceux qui en étaient propriétaires. Ces propriétaires le stockaient dans des entrepôts et, pour payer leurs créanciers, leur remettaient des traites qui permettaient à leur porteur d'aller récupérer le riz spécifié dans l'entrepôt où il était stocké. Dans cette hypothèse, les traites portaient de ce fait sur du riz déjà récolté. Néanmoins, le système s'est développé et les traites ont commencé à avoir pour objet du riz qui n'avait pas encore été récolté¹¹¹. Certains marchands

¹⁰⁸ La date exacte de création du *Dojima Rice Market* est controversée, et certains auteurs situent sa création au cours de l'année 1696. V. en ce sens C. HERSENT, Y. SIMON, *Marchés à terme et options dans le monde*, Paris, Dalloz, Gestion - Finances, 1989, p. 182-184.

¹⁰⁹ La société était organisée selon un modèle féodal où les « *Lords* » – la classe supérieure – collectaient le riz des agriculteurs qui exploitaient leurs terres pour le revendre rapidement sur le marché au comptant afin de financer la prochaine récolte, et de faire face aux imprévus de l'intersaison. V. A. G. MALLIARIS, *Futures Markets: Why Are They Different?*, in *Fondations of futures market : Selected essays of A.G. Malliaris* (dir. A.G. Malliaris), Edward Elgar Pub, 2000, p. 9.

¹¹⁰ Selon le professeur Mark D. WEST, l'histoire est la suivante : “*Dojima's story begins in 1616 [...] when a rice merchant from Nagoya (located halfway between Osaka and Edo) named Chozaemon takes a trip to Edo. According to the traditional—which does not necessarily mean historically accurate—story, along the way to Edo, Chozaemon stops at an inn where he meets a traveler from Sendai (north of Edo). Chozaemon strikes a deal with the man: you tell me if there's a rice shortage up North; I'll tell you if there's one down South. Five years later, on his pilgrimage to the Ise Shrine, the man from the North visits Chozaemon in Nagoya and informs him that this year's northern harvest looks bleak; next year it looks as if the North will send to Tokyo only half of its usual crop. Chozaemon begins hoarding rice from that year's southern bumper crop. A fellow Nagoyan named Ichizaemon hears of Chozaemon's efforts and asks him to purchase 500 ryo worth of rice on his behalf. Chozaemon is eager to help, but because he has no warehouse to store that much rice on top of his own, he makes a deal. Pay me just 60 ryo now, and when I sell the rice next year, you'll pay me the remaining 440 ryo along with interest at the rate of 3 sho (about a pound) of rice, and I'll give you the profits. But if the price of rice falls, and it's not profitable to sell, I'll keep your 60 ryo. Fortunately for both, the price skyrockets*”. V. M. D. WEST, « *Private Ordering at the World's First Futures Exchange* », *Michigan Law Review*, 2000, vol. 98, n° 8, p. 2580.

¹¹¹ Ainsi, les traites pouvaient porter soit sur du riz déjà récolté, soit sur du riz non récolté. Dans le premier cas, l'opérateur obtenait la traite au cours d'une vente aux enchères et pouvait ensuite la revendre à un autre marchand ou bien compléter lui-même le paiement. Il se voyait alors remettre une seconde traite grâce à laquelle il pouvait obtenir le riz après un délai ferme imposé – et souvent ignoré dans la pratique

firent fortune sur la base de ce système, et le domicile de l'un d'entre eux devint le lieu habituel de rencontre entre acheteurs et vendeurs de riz.

92. En 1693, le gouvernement a décidé d'interdire ce nouveau type de traites. En effet, de nombreux marchands les utilisaient pour se livrer à une spéculation que le gouvernement nommait « *Tsumekaeshi* »¹¹² et accusait de faire monter les prix¹¹³. L'un des axes forts de la politique destinée à interdire ces transactions fut d'interdire l'exécution forcée des contrats conclus. Ainsi, le détenteur d'une traite n'avait aucun moyen de recevoir le riz en cas de défaillance de son débiteur. Néanmoins, cela n'eut pratiquement aucun effet, les marchands exerçant en grande majorité une sorte de contrôle réciproque : si l'un d'entre eux se révélait être un mauvais payeur, il perdrait le crédit de ses pairs et se retrouverait rapidement dans l'incapacité de faire du commerce. Les marchands continuèrent leurs activités dans l'ombre et loin de ralentir, celles-ci se sont même accentuées puisqu'en 1716, deux marchands créèrent le *Dōjima Rice Market*. Celui-ci devint rapidement l'un des plus importants en termes de volumes de transactions et, même si d'autres marchés existaient, le prix du riz négocié au sein du *Dōjima Rice Market* servait de référence à l'échelle nationale¹¹⁴.

93. Cependant, le pouvoir a en réalité longtemps joué un double jeu vis-à-vis de celui-ci : tout en prohibant officiellement les pratiques qui y avaient lieu et en condamnant régulièrement des marchands qui s'y adonnaient, il n'hésitait pas à adoucir sa répression quand les prix du riz baissaient afin que le marché les fasse remonter¹¹⁵.

– de 30 jours. Ce type de transaction présentait l'avantage de pouvoir acheter du riz sans avoir à se préoccuper des coûts de stockages. Dans le second cas, il s'agissait pour l'acheteur de se procurer une traite portant sur du riz, mais sans intention de la convertir en riz ultérieurement. Le dénouement normal de l'opération consistait pour l'acheteur à se faire rembourser le montant de la traite par le vendeur un an plus tard, avec des intérêts. Si ce dernier n'était pas en mesure de rembourser, la traite était alors convertie en une traite portant sur du riz stocké, et qui pouvait donc cette fois être échangée contre du riz réel afin de rembourser le créancier. D. A. MOSS, E. KINTGEN, « *The Dōjima Rice Market and the Origins of Futures Trading* », Harvard Business School 2009, Case 709-044p. 6.

¹¹² Le gouverneur d'Osaka décrivait ainsi les pratiques en cours : “We have recently heard that many people gather at rice wholesale stores, compete over the rise and fall of rice prices, and name this practice “tsumekaeshi.” Store owners charge both sellers and buyers participation fees, as if it were a gambling dice game. This is outrageous behavior and we prohibit it. If we find out that people continue to engage in “tsumekaeshi,” we will punish both participants and store owner”. SUGIE M., Theory of Speculation and Futures Trading, Tokyo : Chikura Shobo, 1985, p. 12-14.

¹¹³ M. D. WEST, « *Private Ordering at the World's First Futures Exchange* », Michigan Law Review, 2000, vol. 98, n° 8, p. 7.

¹¹⁴ T. ITO, *The Japanese economy*, The MIT press, London, 1992, p. 30.

¹¹⁵ Par exemple, en 1724, le Shogunat « annonce qu'il relâche les restrictions relatives au marché futures lorsque les prix du riz chutent. En revanche, le gouverneur d'Osaka précise que celles-ci seront rétablies dès que les prix du riz remonteraient ». V. D. A. MOSS, E. KINTGEN, « *The Dōjima Rice Market and the Origins of Futures Trading* », Harvard Business School 2009, Case 709-044p. 16.

94. Finalement légalisé par le gouvernement en 1730¹¹⁶ afin de faire remonter les prix du riz qui avaient chuté à cause d'abondantes récoltes, le *Dōjima Rice Market* comportait déjà les principaux éléments essentiels des marchés *futures* qui se développeront ultérieurement, et destinés à favoriser d'une part la sécurité des transactions et d'autre part leur fluidité. Ainsi, n'importe qui ne pouvait pas opérer au sein du *Dōjima Rice Market*, puisqu'il fallait au préalable avoir la qualité de membre du marché. De même, les contrats étaient déjà standardisés¹¹⁷, et l'existence d'une chambre de compensation et d'un système d'appels de marge (V. infra n°215) permettait aux opérateurs de conclure un premier contrat en tant qu'acheteur, puis un second en tant que vendeur afin que ces deux engagements se compensent à l'égard du marché et ne laissent subsister qu'un solde monétaire à régler ou à percevoir¹¹⁸. Il convient également d'observer que les règles du marché cherchaient déjà à préserver les opérateurs des manipulations de marché destinées à influencer le prix des denrées via le « *Firebox System* »¹¹⁹.

95. Mais l'élément le plus important réside dans l'interdiction par les règles du marché de prendre livraison du riz¹²⁰, ce qui faisait indéniablement de ce marché un pur marché de gestion du risque de prix, encore plus financier que les marchés financier qui lui succèderont aux États-Unis. En effet, les transactions étaient toujours réglées par le versement d'un différentiel monétaire, jamais par la livraison effective du bien, ce qui constitue la différence majeure entre ce marché et ceux qui se sont développés ultérieurement et qui ont pris soin de toujours laisser cette possibilité aux opérateurs¹²¹ afin de conserver un lien entre le marché physique et le marché de gestion du risque de prix. Et pour cause, l'absence de toute possibilité de livraison de riz a longtemps privé le *Dōjima Rice Market* de toute connexion avec le marché réel du riz,

¹¹⁶ M. D. WEST, « *Private Ordering at the World's First Futures Exchange* », Michigan Law Review, 2000, vol. 98, n° 8, p. 2584.

¹¹⁷ Les volumes de riz négociés, sa qualité, les dates et lieux de livraison étaient par exemples déterminés par les règles du marché. Tous les échanges étaient ensuite répertoriés dans un registre afin d'éviter d'avoir à procéder à des échanges physiques. V. *Ibid.*, p. 2585.

¹¹⁸ *ibid.*, p. 2586.

¹¹⁹ Celui-ci permettait de limiter les risques de manipulation de marché en soumettant au hasard le moment de la fin de la journée de négociation. En effet, au début de chaque journée, le feu était mis à une boîte, et les négociations s'achevaient lorsque le feu s'éteignait, et cela qu'elle qu'en soit la cause. Dans le cas où le feu ne s'éteignait pas, toutes les transactions de la journée étaient déclarées nulles. Dès lors que tout le monde ignorait à quel moment le feu allait s'éteindre, et même s'il allait s'éteindre, il devenait très difficile de manipuler le marché. Pour plus de détails sur le « *Firebox System* », *ibid.*, p. 2594 s.

¹²⁰ U. SCHAEDE, « *Forwards and futures in tokugawa-period Japan:A new perspective on the Dojima rice market* », *Journal of Banking & Finance*, 1989, vol. 13, n° 4-5, p. 498.

¹²¹ C. HERSENT, Y. SIMON, *Marchés à terme et options dans le monde*, Paris, Dalloz, Gestion - Finances, 1989, p. 182.

et en conséquence de toute efficacité en tant qu'outil de gestion du risque de prix, jusqu'à ce que l'empereur modifie la législation afin de l'autoriser¹²².

96. Le succès de ce type de marché a entraîné leur expansion autour du globe, mais ceux qui ont eu le développement le plus important sont sans conteste les marchés nord-américains, qui y ont vu une réponse à la grande volatilité du prix des céréales à la fin du XIX^e siècle.

B. Le développement des marchés de gestion du risque de prix en Amérique du Nord

97. Le plus vieux marché de contrats « *futures* » encore en activité est le *Chicago Board of Trade*, même s'il a fusionné avec son ancien rival, le *Chicago Mercantile Exchange* en 2007, donnant naissance au *CME group*¹²³. À l'instar du *Dōjima Rice Market*, sa création résulte de l'action de personnes privées qui ont souhaité se protéger contre une volatilité des prix qu'aucun mécanisme étatique n'était en mesure de contrôler. Le *Chicago Board of Trade* n'a pas été créé avec le but prédéterminé de devenir un marché de contrats *futures* et fut d'abord un lieu d'échanges physiques¹²⁴. Sa création résulte de la rencontre de 82 marchands qui souhaitaient simplifier les échanges de gré à gré qui avaient déjà lieu depuis près de 10 ans dans le Midwest. En effet, la configuration de cette région aboutissait aux périodes de récoltes à une affluence massive du grain provoquant de façon systématique des baisses de prix, situation qui s'inversait en dehors des périodes de récoltes¹²⁵. De plus, l'absence de standardisation des contrats aboutissait à des qualités variables selon les vendeurs, ce qui générait des incertitudes quant à la bonne exécution du contrat, couplée à des procédures de règlements des différends compliquée et difficilement conciliable avec une activité commerciale performante¹²⁶. Le *Chicago Board of Trade* constitue donc une réponse pragmatique des marchands à leurs besoins immédiats : il s'agit dans un premier temps d'un lieu au sein duquel les règles ont été conçues par des commerçants afin d'être adaptées à leur activité ; une *lex mercatoria* cristallisée par

¹²² R. TEWELES, F. JONES, « *The Futures Game: Who Wins, Who Loses, & Why* », Paris : McGraw-Hill, 1998, p. 8.

¹²³ C. H. TAYLOR, *History of the Board of Trade of the City of Chicago*, Chicago, R.O. Law, 1917, p. 146.

¹²⁴ *ibid.*, p. 146.

¹²⁵ E. B. HARRIS, History of the Chicago Mercantile Exchange, in *Futures trading in livestock: origins and concepts* (dir. H.-H. BAKKEN), Mimir Publishers, 1970, p. 49.

¹²⁶ J. LURIE, « *Private Associations, Internal Regulation and Progressivism: The Chicago Board of Trade, 1880-1923, as a Case Study* », *The American Journal of Legal History*, 1972, vol. 16, 3n°3, p. 219.

ceux qui jugeaient la législation inadaptée aux évolutions de leurs pratiques commerciales¹²⁷. En somme, la complexité croissante des opérations a rendu l'établissement de règles par le marché indispensable puisqu'il lui fallait permettre d'établir un corpus de règles qui pouvaient s'adapter aux pratiques de ses membres. La loi assurait dès lors un cadre général et, sous réserve de son respect, autorisait les marchands à établir une législation plus précise¹²⁸. Cela leur a dès lors permis de soustraire les contentieux relatifs à leur activité aux juges étatiques, afin de les soumettre à une autorité qu'ils auraient eux-mêmes mis en place d'un commun accord et qui tranchait les litiges selon les règles du marché.

98. *Le Chicago Board of Trade* a enregistré son premier contrat *forward* le 13 mars 1851¹²⁹, tandis que les contrats *futures* ont été introduits progressivement à partir de 1851, jusqu'à leur officialisation en 1865¹³⁰. À l'instar de ce qui s'est passé au Japon, les éléments tels que la qualité, la quantité, l'échéance ainsi que les conditions de livraison ont ensuite été progressivement unifiés, de sorte que seuls le prix et le nombre de contrats que les parties souhaitaient s'échanger restaient finalement à déterminer¹³¹. Cette normalisation des éléments du contrat a permis d'en faciliter les échanges et d'augmenter ainsi le nombre de transactions réalisées, qu'elles soient spéculatives ou non. Un journal rapporte ainsi qu'en 1856, un lot de 15 000 pieds était passé entre 40 mains différentes en l'espace de deux jours, et que la somme cumulée des contrats formés et exécutés correspondait à 200 000 pieds¹³².

99. La complexité et l'ambiguïté de la relation qui unit le *Chicago Board of Trade* et la législation américaine est proche de celle qui existait entre le *Dojima Rice Market* et la législation japonaise. En effet, les marchés de contrats *futures* ont eu du mal à s'imposer tant

¹²⁷ J. H. STASSEN, « *Commodity Exchange Act in Perspective—A Short and Not-So-Reverent History of Futures Trading Legislation in the United States* », *Washington & Lee Law Review*, 1982, vol. 39, p. 827.

¹²⁸ J. LURIE, *The Chicago Board of Trade, 1859-1905: the dynamics of self-regulation*, 1979, p. 16.

¹²⁹ G. POITRAS, « *From Antwerp to Chicago : the History of Exchange Traded Derivative Security Contracts* », *Revue d'Histoire des Sciences Humaines*, 2009, n° 20, p. 36. ; J. C. WILLIAMS, « *The origin of futures markets* », *Agricultural History*, 1982, vol. 56, n° 1, p. 306-316.

¹³⁰ J. MARKHAM, *The history of commodity futures trading and its regulation*, Praeger, 1987, p. 5 ; C. H. TAYLOR, *History of the Board of Trade of the City of Chicago*, Chicago, R.O. Law, 1917, p. 351.

¹³¹ Même si les plus anciennes données de la chambre de compensation relative à l'existence de transaction utilisant des contrats *futures* remontent à 1871. Cependant, tous les auteurs s'accordent à dire que de telles transactions ont existé antérieurement, et le manque de données antérieures est dû au grand incendie qui a ravagé Chicago en octobre 1870 et effacé les registres.

¹³² J. E. BOYLE, *Speculation and the Chicago Board of trade*, New York, The Macmillan company, 1920, p. 56.

les pressions ont été fortes pour tenter de freiner leur activité¹³³. Si cette méfiance était pour partie liée au mystère entourant cette structure inédite qui établissait de nouveaux contrats et un nouveau système d'échanges, les manipulations de cours exercées par certains opérateurs ont incontestablement contribué à l'instauration de doutes sur les marchés de gestion du risque de prix et les activités qui s'y déroulaient.

100. D'une part et malgré de vives protestations¹³⁴, ces conventions étaient pour le plus grand nombre assimilables à des paris, à des jeux. Or, la législation américaine étant fortement influencée par le système de *Common Law* qui prohibait les paris considérés comme contraires à l'ordre public¹³⁵, les relations entre le Droit et les contrats conclus au sein du *Chicago Board of Trade* ne pouvaient qu'être difficiles. D'autre part, dès lors que les contrats ont été standardisés et que la chambre de compensation a été introduite, l'activité spéculative est devenue bien plus intense. Or, cela a causé certains problèmes puisqu'à partir du début des années 1860, l'absence de véritable réglementation des opérations financières a conduit à de nombreuses manipulations de cours, principalement sur le blé et le maïs¹³⁶.

101. Il nous semble que l'absence de réglementation adaptée tient initialement au statut de ce type de contrats au sein de la *Common Law*. Une véritable législation destinée à encadrer ces conventions ne pouvait pas naître tant que celles-ci étaient assimilées à des paris. Or, puisque l'État n'a pas conçu un cadre législatif adéquat, c'est le marché qui a pris cette initiative, et c'est pourquoi historiquement, la régulation des contrats *futures* aux États-Unis est apparue dans un premier temps au sein du *Chicago Board of Trade*, avant d'être également gérée par l'État.

¹³³ J. H. STASSEN, « *Commodity Exchange Act in Perspective—A Short and Not-So-Reverent History of Futures Trading Legislation in the United States* », Washington & Lee Law Review, 1982, vol. 39p. 826.

¹³⁴ Les spéculateurs répliquaient que tel n'était pas le cas puisqu'à la différence des parieurs, ils ne se contentaient que d'assumer un risque que les autres agents économiques souhaitaient transférer, tandis que ces derniers ne créaient qu'un risque nouveau, sans aucune utilité économique. V. R. KREITNER, *Calculating Promises: The Emergence of Modern American Contract Doctrine*, Stanford University Press, 2006, p.105.

¹³⁵ J. LURIE, « *Private Associations, Internal Regulation and Progressivism: The Chicago Board of Trade, 1880-1923, as a Case Study* », The American Journal of Legal History, 1972, vol. 16, 3n°3, p. 225 ; R. KREITNER, « *Speculations of Contract, or How Contract Law Stopped Worrying and Learned to Love Risk* », Columbia Law Review, 2000, vol. 100, n° 4, p. 1096.

¹³⁶ J. MARKHAM, *The history of commodity futures trading and its regulation*, Praeger, 1987, p. 5 ; T. A. HIERONYMUS, *Economics of futures trading, for commercial and personal profit*, Commodity Research Bureau, 1971, p. 85.

102. Le 18 février 1859, l'État de l'Illinois a doté le *Chicago Board of Trade* d'une charte qui a très peu évolué par la suite. Les principaux changements que cet acte apporte sont au nombre de trois : le *Board of Trade* peut décider de la façon dont les transactions seront conclues et exécutées ; il peut rendre des décisions via le comité d'arbitrage (*arbitration committee*) et le comité d'appel (*appeals committee*) qui ont la même force exécutoire que celles émanant d'une *Circuit court* et dont il est virtuellement impossible de faire appel¹³⁷. Il est enfin autorisé à engager du personnel destiné à évaluer la qualité de certaines matières premières afin de vérifier qu'elles correspondent aux standards édictés et de faciliter ainsi les échanges¹³⁸. C'est en effet à cette époque que les éléments du contrat furent standardisés, à commencer par la qualité des marchandises. Leur fongibilité permettait de les stocker dans un même silo sans avoir à se soucier de leur provenance¹³⁹.

103. Dans un premier temps, une loi – sûrement l'une des premières sur le sujet – a été adoptée en 1867 au sein de l'État de l'Illinois pour qualifier les transactions financières portant sur des matières premières agricoles et qui n'étaient pas conclues par des agriculteurs de « *paris* » et les frapper du même coup de nullité¹⁴⁰. Le texte disposait ainsi dans son article 17 que « *tous les contrats portant sur la vente de céréales pour une délivrance future, exception faite des cas où le vendeur des céréales en est le propriétaire et en a possession au moment de la conclusion du contrat, seront déclarés nuls et assimilés à des paris. Les sommes versées en règlement différentiel pourront être récupérées de la même manière que toute autre somme perdue lors d'un pari* », l'article 18 précisant que « *les parties à de tels paris se rendaient coupable d'un délit* »¹⁴¹. Des arrestations suivirent l'adoption de ce texte, mais aucun procès

¹³⁷ Le *Chicago Board of Trade* était doté d'un très fort pouvoir régulateur. S'il était possible de faire appel de la décision rendue par une *Circuit court*, et d'aller en dernier recours devant la Cour suprême, la situation était plus compliquée pour les décisions rendues dans le cadre d'un litige entre membres du *Board of Trade*. En effet, le juge judiciaire était obligé d'utiliser la loi que les membres du marché jugeaient inadaptée et qu'ils avaient cherché à éviter en créant cette institution. De plus, outre le fait d'obtenir une mauvaise réputation auprès des autres membres du marché, celui qui tenterait de se soustraire aux règles communes serait également en conflit avec ces dernières qui prévoient que les conflits doivent être réglés par les instances internes au marché.

¹³⁸ T. A. HIERONYMUS, *Economics of futures trading, for commercial and personal profit*, Commodity Research Bureau, 1971, p. 73.

¹³⁹ *ibid.*, p. 76.

¹⁴⁰ C. M. SEEGER, The Development of Congressional Concern about Financial Futures Markets, in *Futures Markets: Regulatory Issues* (dir. Anne E. Perk), 1985p .4.

¹⁴¹ Traduction réalisée par nos soins. La version originale de la loi précise que "All contracts for the sale of grain for future delivery, except in cases where the seller is the owner or agent of the owner of such grain at the time of making of the contract and in actual possession thereof, are hereby declared void and gambling contracts, and all money paid in settlement of differences of any such contracts may be recovered back in the same manner as other money lost in gambling." ; "All parties to such gambling

n'eut lieu, si bien que même s'il fut déclaré en accord avec la constitution, il fut abrogé suite à un consensus entre les différents acteurs qui avaient pris part à l'écriture du texte.

104. Suite à une loi de 1874 punissant par un emprisonnement, une amende et la nullité du contrat¹⁴² « quiconque forme un contrat donnant à son cocontractant ou à lui-même le droit d'acheter ou de vendre à une date future des céréales ou une autre "commodity" »¹⁴³, la jurisprudence de l'État de l'Illinois s'est montrée particulièrement riche en précisions en ce qui concerne les transactions impliquant des contrats futures. La délivrance de la chose constituait la caractéristique indispensable de tout contrat qui entendait être validé. Ainsi, si la loi confirme la nullité établie de longue date de la pratique des « privilege contracts » (ancêtres des contrats optionnels) en ce qu'elle permettait de se dispenser du transfert de propriété¹⁴⁴, les juges ont en revanche pu préciser que la loi de 1874 n'entendait pas prohiber la vente future d'une chose, seulement l'absence de transfert de propriété¹⁴⁵. Ainsi, les contrats optionnels pouvaient être valides, mais uniquement lorsque le bénéficiaire de l'option était tenu de l'exercer, et que celle-ci lui offrait le choix dans la date d'exercice entre la conclusion du contrat et le terme (moment où la levée de l'option se ferait de façon automatique). De même, un contrat futures qui s'exécutait par un règlement différentiel était contraire à la loi¹⁴⁶. Ce que les juges exigeaient pour reconnaître la validité d'un contrat, c'était qu'il contraigne définitivement les parties à réaliser un transfert de propriété en contrepartie du paiement d'un prix.

105. Comme a pu le faire remarquer un auteur, la jurisprudence n'a pas su trouver la réponse adéquate pour freiner la spéculation¹⁴⁷, puisqu'exiger pour la validité d'un contrat la délivrance du bien était en pratique impossible. Personne ne se cachait du fait que sur le marché, 90% des contrats s'exécutaient par un règlement différentiel. Par conséquent, les tribunaux ont changé leur angle d'approche au cours des années 1880, et choisi d'admettre la validité des contrats

contracts shall be guilty of a misdemeanor...". V. C. H. TAYLOR, *History of the Board of Trade of the City of Chicago*, Chicago, R.O. Law, 1917, Vol. 1, p. 351.

¹⁴² J. LURIE, *The Chicago Board of Trade, 1859-1905: the dynamics of self-regulation*, 1979, p. 56.

¹⁴³ "whoever contracts to have or give to himself or another the option to sell or buy at a future time any grain or other commodity". R. KREITNER, *Calculating Promises: The Emergence of Modern American Contract Doctrine*, Stanford University Press, 2006, p. 118, note 46 ; J. LURIE, « *Private Associations, Internal Regulation and Progressivism: The Chicago Board of Trade, 1880-1923, as a Case Study* », *The American Journal of Legal History*, 1972, vol. 16, 3, p. 225.

¹⁴⁴ J. LURIE, « *Private Associations, Internal Regulation and Progressivism: The Chicago Board of Trade, 1880-1923, as a Case Study* », *The American Journal of Legal History*, 1972, vol. 16, 3.

¹⁴⁵ *ibid.* p. 225.

¹⁴⁶ *Pickering v. Cease*, 79 Ill. 328, 330 (1875).

¹⁴⁷ T. TELFORD, « *Trading In Commodity Futures—A New Standard of Legality* », *Yale Law Journal*, 1933, vol. 43n°1, p. 66.

pour lesquels l'intention de délivrer le bien était – *a priori* – présente. Cette méthode plus souple permettait de valider tous les modes d'exécution du contrat, qu'il y ait ou non transfert de propriété, à condition que les parties puissent démontrer que la délivrance du bien était bien leur objectif premier.

106. S'il est possible de voir à travers cette jurisprudence un glissement vers un climat propice à l'acceptation du *Chicago Board of Trade*, celle-ci n'était pas suffisante pour enrayer la spéculation et nécessitait la création de règles complémentaires dans le sens où il n'y avait rien de plus simple que de prétendre avoir l'intention de procéder à la livraison du bien¹⁴⁸. Il n'en reste pas moins que c'est à cette période que la prohibition systématique des contrats a disparu et que la législation s'est véritablement orientée vers des méthodes de contrôle plus subtiles¹⁴⁹. Dès lors, l'acceptation du *Chicago Board of Trade* semblait acquise, et même si à partir de 1890, un climat économique complexe a poussé d'importants lobbys agricoles à proposer des lois destinées à fermer ses portes, aucune n'a abouti. Cet acharnement législatif s'est légèrement réduit entre 1893 et 1921 – période durant laquelle les marchés étaient blâmés lorsque les prix étaient bas ou volatils, mais où l'on laissait leur activité s'exercer lorsque ces derniers étaient hauts –, avant de connaître un sursaut à la fin de la 1^{ère} guerre mondiale¹⁵⁰. En effet, le contexte de baisse des prix qui a suivi la fin de ce conflit international a déclenché la colère des agriculteurs qui ont réclamé une action du gouvernement pour mieux encadrer les transactions réalisées dans l'enceinte du *Board of Trade*.

107. C'est ainsi que fut adopté le 4 août 1921 le *Future Trading Act*. Cette loi a toutefois été déclarée inconstitutionnelle par la Cour Suprême le 15 mai 1922 en ce qu'elle imposait une taxe sur certaines opérations financières, ce qui correspondait à un exercice non adapté du pouvoir d'imposition du Congrès¹⁵¹. Le Congrès a presque immédiatement réagi en votant le *Grain Future Act* le 21 septembre 1922. Sous les conseils de l'ancien président des États-Unis Howard Taft, cette nouvelle loi fut cette fois fondée sur la « *commerce clause* » prévue à l'article I, section 8, clause 3 de la Constitution des États-Unis, qui confère au Congrès le pouvoir de

¹⁴⁸ *ibid.*n°1, p. 68.

¹⁴⁹ T. A. HIERONYMUS, *Economics of futures trading, for commercial and personal profit*, Commodity Research Bureau, 1971, p. 313.

¹⁵⁰ J. H. STASSEN, « *Commodity Exchange Act in Perspective—A Short and Not-So-Reverent History of Futures Trading Legislation in the United States* », Washington & Lee Law Review, 1982, vol. 39p. 828 citant B. A. GOSS, B. S. YAMEY, *The Economics of futures trading: readings*, London, The Macmillan Press, 2nd éd., 1978, p. 46.

¹⁵¹ *Hill v. Wallace*, 259 U.S. 44 (1922). V. T. TELFORD, « *Trading In Commodity Futures—A New Standard of Legality* », Yale Law Journal, 1933, vol. 43, p. 94.

« réguler le commerce avec les États étrangers, au sein des différents États américains et avec les tribus indiennes »¹⁵². L'idée était que s'il n'était pas régulé, le commerce de contrats *futures* serait un fardeau pour le commerce inter-États et pour l'économie nationale, ce qui justifiait une intervention législative. Malgré les protestations du *Chicago Board of trade* qui dénonçait un détournement de la *commerce clause* de son objectif initial, la Cour Suprême a validé la loi dans une décision du 16 avril 1923¹⁵³.

108. Le principal intérêt du texte était de subordonner la validité des contrats *futures* à certaines exigences. En effet, le Ministère de l'agriculture obtenait par son biais le pouvoir de déterminer quelles transactions pouvaient bénéficier du statut de « *contract markets* », dont seule l'obtention permettrait la création d'un marché *future*, mais qui exigeait pour son obtention et sa conservation la prise de certaines mesures destinées à éviter les manipulations de prix¹⁵⁴. Si les obligations imposées par le traité n'étaient pas respectées par un marché, celui-ci pouvait se voir retirer temporairement ou définitivement son statut de « *contract market* »¹⁵⁵. En somme, il s'est opéré un basculement en ce qui concerne l'angle adopté par la réglementation : il ne s'agissait plus de réguler les opérateurs¹⁵⁶, mais les transactions en général¹⁵⁷. Tous ceux qui souhaitaient les conclure devraient se soumettre à des formalités d'enregistrement et aux enquêtes qui pourraient être menées par le Ministère de l'agriculture¹⁵⁸.

¹⁵² “The United-States Congress should have power [...] to regulate Commerce with foreign Nations, and among the several States, and with the Indian Tribes”.

¹⁵³ Board of Trade v. Olsen, 262 U.S. 1 (1923), T. TELFORD, « *Trading In Commodity Futures—A New Standard of Legality* », Yale Law Journal, 1933, vol. 43, p. 94.

¹⁵⁴ Section 4 du *Grain Future Act*.

¹⁵⁵ Section 6 (a) du *Grain Future Act*.

¹⁵⁶ La Section 9 du *Grain Future Act* prévoit des sanctions à un niveau individuel seulement dans les cas où une transaction serait exécutée sans avoir été correctement enregistrée, où un contrat *future* serait formé sans avoir reçu la qualification préalable de « *contract market* », et où de mauvaises informations seraient transmises au marché.

¹⁵⁷ The Yale Law journal, The Yale Law journal, « *Federal Regulation of Commodity Futures Trading* », 1951, vol. 60, n° 5, p. 834.

¹⁵⁸ Conditions requises pour avoir le statut de “*contract market*” par le *Grain Future Act* de 1922 : “(a) *The keeping of a record with prescribed details of every transaction of cash and future sales of grain of the Board or its member in permanent form for three years, open to inspection of representatives of the Departments of Agriculture and of Justice.* (b) *The prevention of the dissemination by the Board or any member of misleading prices.* (c) *The prevention of manipulation of prices or the cornering of grain by the dealers or operators on the Board.* (d) *The adoption of a rule permitting the admission as members of authorized representatives of lawfully formed cooperative associations of producers having adequate responsibility engaged in the cash grain business, complying with and agreeing to comply with, the rules of the Board applicable to other members, provided that no rule shall prevent the return to its members on a pro rata patronage basis the money collected by such association in the business, less expenses*”.

109. Mais malgré ses indéniables qualités, le *Grain Future Act* était critiqué de tous bords. D'un côté, les restrictions aux échanges posées par cette loi étaient pour beaucoup considérées comme insuffisantes et son champ d'application était jugé trop restreint¹⁵⁹. De l'autre, les opérateurs considéraient le texte inefficace à cause de ses sanctions trop radicales. C'est pourquoi le *Commodity Exchange Act* va lui être substitué peu après que la Cour Suprême a réduit l'utilité de la principale disposition du texte visant à sanctionner directement les manipulateurs à une peau de chagrin dans la décision *Wallace v. Cutten* du 18 mai 1936¹⁶⁰. Dans cette affaire, elle affirma que le pouvoir du Ministère de l'agriculture ne pouvait pas être utilisé pour sanctionner les manipulations de prix qui ont déjà eu lieu, mais seulement pour prévenir ou stopper celles qui sont en cours. Si bien qu'en pratique, il était dès lors impossible de sanctionner l'auteur d'une manipulation de prix.

110. Le *Commodity Exchange Act* a été adopté deux mois plus tard, et le changement de vocable dans son intitulé évoque déjà l'évolution qui s'est mise en marche : on ne parlait plus seulement de céréales, mais de « *commodities* », terme dont le domaine est sensiblement plus large puisqu'il peut désigner un grand nombre de denrées. Ce texte va marquer le début d'une nouvelle ère en ce sens que les matières premières seront dès lors de plus en plus nombreuses à faire l'objet de contrats *futures*, le terme de « *commodities* » – qui désignait les produits soumis au texte législatif – étant un propos générique désignant une liste de biens déterminés. Pour autant, sa définition ne deviendra pas générale ; elle consistera au contraire en une énumération¹⁶¹ des marchés de matières premières qui seront placés sous la surveillance du Ministère de l'Agriculture¹⁶². Par ailleurs, dans le but de protéger le marché et ses opérateurs¹⁶³,

¹⁵⁹ Comme son nom l'indique, le *Grain Future Act* ne s'appliquait qu'aux céréales. Or, un grand nombre de denrées autres que des céréales étaient déjà échangées sur le *Chicago Board of Trade*, et nécessitaient aussi un encadrement législatif.

¹⁶⁰ *Wallace v. Cutten*, 298 U.S. 229 (1936); V. J. W. MARKHAM, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E. Sharpe, Faculty Books, Armonk, NY, 2015, p. 86.

¹⁶¹ Title 7, Chapter 1, § 1a (9) du *Commodity Exchange Act* : “The term “commodity” means wheat, cotton, rice, corn, oats, barley, rye, flaxseed, grain sorghums, mill feeds, butter, eggs, *Solanum tuberosum* (*Irish potatoes*), wool, wool tops, fats and oils (including lard, tallow, cottonseed oil, peanut oil, soybean oil, and all other fats and oils), cottonseed meal, cottonseed, peanuts, soybeans, soybean meal, livestock, livestock products, and frozen concentrated orange juice, and all other goods and articles, except onions (as provided by section 13–1 of this title) [...] in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in.”

¹⁶² J. H. STASSEN, « *Commodity Exchange Act in Perspective—A Short and Not-So-Reverent History of Futures Trading Legislation in the United States* », Washington & Lee Law Review, 1982, vol. 39, p. 832.

¹⁶³ Cette soudaine protection des opérateurs semble aussi montrer un changement dans l'atmosphère qui entourait les contrats *futures*. Le législateur ne s'est plus contenté de condamner leur activité dans son ensemble ; il a également offert à ceux qui en étaient dignes (ceux qui ne se livraient pas à des

des obligations visant à prévenir les abus de marché ou à des manipulations de prix vont être mises à la charge de ces deniers¹⁶⁴, et les contrevenants se verront réprimés plus efficacement que sous l'empire du *Grain Future Act*¹⁶⁵. C'est d'ailleurs sous l'égide des juges que furent peu à peu précisés les différents moyens de distorsion des prix évoqués par le texte, le législateur s'étant contenté d'une définition vague après avoir probablement estimé qu'à la vitesse où les pratiques changeaient, il fallait favoriser une législation flexible et évolutive¹⁶⁶.

111. Toutefois, il est intéressant de constater que depuis 1958, une loi encore en vigueur actuellement prohibe purement et simplement les contrats *futures* qui portent sur les oignons¹⁶⁷. En réaction aux plaintes des agriculteurs, le congrès et le sénat ont établi que les contrats *futures* portant sur cette denrée tiraient les prix vers le bas, et ces conventions furent bannies du Chicago *Board of Trade* en deux temps. En 1957, les oignons furent simplement soumis à la réglementation du *Commodity Exchange Act*. Mais la fluctuation des prix ne diminuant pas, il fut décidé d'interdire définitivement les transactions sur cette denrée un an plus tard¹⁶⁸.

112. Par un texte des 23 et 24 octobre 1974 – le *Commodity Futures Trading Act* qui constituera un amendement du *Commodity Exchange Act* – la *Commodity Future Trading Commission* (CFTC) est instituée, héritant des missions de contrôle et de surveillance des marchés auparavant dévolue au Ministère de l'agriculture. En outre, cette loi étendra la définition de *Commodity* (auparavant constituée par une liste limitative) aux « *autres biens et produits* »¹⁶⁹, ce qui a ouvert la porte à la création de nouveaux marchés.

manipulations de marché), une certaine protection, notamment contre la concurrence des très controversés « *bucket shops* ».

¹⁶⁴ Il s'agira surtout de formalités liées à l'enregistrement de leurs opérations pour mieux les surveiller. Mais déjà à l'époque, des limites de position ont été instaurées.

¹⁶⁵ The Yale Law journal, The Yale Law journal, « *Federal Regulation of Commodity Futures Trading* », 1951, vol. 60, n° 5, p. 837.

¹⁶⁶ T. A. HIERONYMUS, *Economics of futures trading, for commercial and personal profit*, Commodity Research Bureau, 1971, p. 314.

¹⁶⁷ *ibid.*, p. 348 ; Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, p. 424.

¹⁶⁸ Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, « *Excessive speculation on the wheat market* », 2009, p. 220.

¹⁶⁹ Section 2(a)(1)(A) of the Commodity Exchange Act ["Act"], 7 U.S.C. Sec. 2 : "The term "commodity" means wheat, cotton, rice, corn, oats, barley, rye, flaxseed, grain sorghums, mill feeds, butter, eggs, Solanum tuberosum (Irish potatoes), wool, wool tops, fats and oils (including lard, tallow, cottonseed oil, peanut oil, soybean oil, and all other fats and oils), cottonseed meal, cottonseed, peanuts, soybeans, soybean meal, livestock, livestock products, and frozen concentrated orange juice, and all other goods and articles, except onions (as provided by section 13–1 of this title) [...] in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in."

§2. Les causes juridiques du développement des marchés de gestion du risque de prix

113. La spéculation est considérée comme un élément essentiel au fonctionnement des marchés financiers, et leur croissance est tributaire de son appréhension par les règles juridiques. Un marché ne fonctionne bien que lorsqu'il réunit un grand nombre d'acteurs, car cela rend beaucoup plus compliquée la constitution de monopoles, et rend plus fiable le processus de détermination du prix de marché. À leur échelle, ceux qui établissent les règles applicables aux marchés partagent une préoccupation avec le droit des contrats, celle de faire en sorte que le prix soit librement déterminé par ceux qui s'engagent, sans qu'une pression d'une quelconque nature soit exercée. Par conséquent, reconnaître l'utilité de la spéculation ne signifie pas que toutes les pratiques spéculatives doivent être admises (A). Si les marchés financiers se sont développés, c'est grâce aux pratiques spéculatives qui profitent au marché, et qui auront été autorisées, voire encouragées par le Droit (B).

A. L'interdiction des pratiques spéculatives portant atteinte au bon fonctionnement du marché

114. Le prix des denrées alimentaires de base fait l'objet de préoccupations très anciennes, et les techniques spéculatives qui sont susceptibles d'avoir une influence sur celui-ci ont été très tôt encadrées par le droit. L'établissement du prix des denrées alimentaires n'a pas toujours été totalement soumis à la loi de la confrontation de l'offre et de la demande. Les États qui ont été confrontés au phénomène de la spéculation ont tenté d'encadrer les prix des denrées alimentaires afin d'éviter les abus. Certaines lois ont par exemple fixé des limites hautes de prix dont il était impossible de s'écartier sous peine de sanctions, et ce précisément parce qu'il fallait assurer la sécurité alimentaire des populations, ce qui nécessitait le maintien des prix à un niveau qui ne soit ni trop élevé, ni soit trop bas¹⁷⁰. Comme le précise un auteur, « *La sécurité alimentaire et l'État ont marché main dans la main depuis les temps anciens. Sous la 5^e dynastie (environ 2350 av. J.-C.), les dirigeants d'Égypte ont pris le contrôle de la gestion des céréales*

¹⁷⁰ « *Food security and statehood have gone hand in hand since ancient times. As far back as the fifth dynasty (2350 BC approximately), the rulers of Egypt took control of grain management; by the reign of Ptolemy I in 306 BC, they held ownership of supply, land and granaries, dictating that “all [grain] prices were fixed by fiat”» . A. BERG, The rise of commodity speculation: from villainous to venerable, in *Safeguarding food security in volatile global markets* (edited by Adam Prakash), FAO, 2011, p. 242, citant en partie J.-P LÉVY, *The Economic Life of the Ancient World*, University of Chicago Press, 1967.*

; Sous le règne de Ptolémée I en 306 avant J.-C., ils détenaient la propriété des approvisionnements, des terres et des greniers, imposant que « tous les prix [des céréales] soient fixés par décisions ».

Ainsi, à l'échelle de l'histoire, les marchés de matières premières agricoles sont apparus récemment, et d'autres systèmes de fixation des prix que la loi du marché ont existé. Si les marchés ont finalement pu se prospérer, c'est grâce au développement d'un cadre juridique propice caractérisé par le retrait ou l'aménagement des restrictions des activités spéculatives qui constituent d'une certaine manière le moteur de ces derniers. La spéculation sur les matières premières agricoles n'a pas attendu l'arrivée des marchés financiers pour exister ; mais si « *l'intention spéculative* » n'est pas condamnable en soi¹⁷¹, cela ne signifie pas pour autant que toutes les « *techniques spéculatives* » sont admises.

115. Parmi les pratiques spéculatives interdites, l'on pourra citer la technique de l'accaparement , qui consiste pour un opérateur à acheter une grande quantité de denrées et à les conserver afin de provoquer une hausse mécanique des prix constitue sans doute l'un des exemples le plus parlant compte tenu du grand nombre de textes qui ont prohibé cette pratique¹⁷². Les ententes sur les prix consistent quant à elles à un accord entre plusieurs détenteurs de denrées alimentaires pour ne pas les céder à un prix inférieur à celui qu'ils détermineront d'un commun accord. Ce type de procédés leur permettait de vendre des denrées alimentaires à des prix bien supérieurs à leur valeur « *réelle* » et a conduit les États à établir les premières politiques de prix administrés qui consistent à interdire la vente de certaines marchandises à des prix supérieurs à ceux déterminés par une instance compétente, ce qui limitait *de facto* les opportunités de spéculation. Il n'était dès lors plus loisible aux cocontractants de déterminer librement le prix des contrats de vente qui avaient ces

¹⁷¹ D. PONTON-GRILLET, « *La spéculation en droit privé* », S. 1990, p. 161 : « *La spéculation, même hasardeuse, n'est jamais constitutive en tant que telle d'un délit. Elle ne le devient que lorsque l'opération s'accompagne de provocations frauduleuses ou de manœuvres tendant à influencer artificiellement le marché. Lorsque le pari spéculatif cesse de procéder du seul hasard, il perd son caractère aléatoire et caractérise l'infraction de spéculation illicite* ».

¹⁷² En Grèce, un syracusain fut par exemple banni pour avoir accaparé tout le fer de la Sicile, tandis qu'au sein de l'empire romain, la loi « *Julia de annonaria* » « *interdisait aux commerçants toute action (individuelle ou concertée) dont le résultat serait une telle augmentation. Plus tard, vers 301 ap. J.C., l'Empereur Dioclétien promulgua un décret contre la cherté des produits de consommation, visant en particulier les activités spéculatives. Les prix ont été revus à la baisse et fixés, et les commerçants qui ne les respectaient pas étaient sanctionnés par la peine de mort* ». V. V. SPASSOVA, « *Les lois contre les restrictions de la concurrence dans l'ancienne common law. Un essai de décryptage de l'évolution de la doctrine légale* », ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/cgm/wpaper/DR_41_0607_Spassova.pdf, p. 6. ; V. également A. BIENAYMÉ, B. GOLDMAN et L. VOGEL, *Dictionnaire Encyclopedia Universalis*, V. Concurrence.

marchandises pour objet, et donc de s'entendre sur les prix. Ainsi, même s'il est considéré comme un échec qui a paralysé le commerce, l'édit « *du maximum* » de Dioclétien datant de 301¹⁷³ fixait par exemple un prix maximum de vente pour les céréales qu'il était interdit de dépasser. La législation relative au prix des denrées alimentaires a ensuite évolué de façon différente en fonction des lieux et des époques, mais toujours avec cette préoccupation constante de conserver pour les produits alimentaires de base un prix libre de toute manipulation. À titre d'exemple, il est possible de citer certains capitulaires de Charlemagne¹⁷⁴, le *Profiteering Act* du 19 août 1919 en Angleterre, une loi norvégienne du 17 juillet 1919, ou bien encore un texte suisse du 10 août 1914. Ces différentes réglementations fixaient des prix au-delà desquels il était impossible de vendre certaines denrées à peine de sanctions, et avaient pour objectif direct de freiner la spéculation¹⁷⁵.

116. Ainsi, s'il est certain que la spéculation est largement favorisée par les marchés, elle doit être empreinte d'une certaine éthique et respecter le processus de formation des prix pour ne pas être interdite¹⁷⁶. Même dans ces « *temples de la spéculation* »¹⁷⁷, certaines techniques spéculatives pouvant porter atteinte au libre jeu de la loi de l'offre et de la demande sont prohibées¹⁷⁸. La manipulation de cours concerne ainsi un opérateur qui utilise des manœuvres

¹⁷³ L'un des passages les plus éclairants du dispositif de l'édit est ainsi traduit par un auteur : « *Que si l'avarice, acharnée à augmenter d'heure en heure, de moment en moment, ses gains illicites, était retenue par quelque sentiment de modération, ou si la fortune publique pouvait supporter à la patience de chacun le soin de tempérer la gravité d'une condition aussi misérable. Mais, parce que la fureur du gain ne connaît de frein que la nécessité, et que ceux auxquels l'extrémité de la misère a fait sentir leur malheureuse condition, ne peuvent rien faire au-delà pour s'en affranchir, il convient à nous, qui sommes les pères du genre humain, de mettre fin par une loi à un état de choses aussi intolérable. [...] Chacun sait, par sa propre expérience, que les objets de commerce et les denrées qui sont vendus journalement sur les marchés des villes, ont atteint des prix exorbitants ; que la passion effrénée du gain n'est plus modérée ni par la quantité des importations ni par l'abondance des récoltes* ». W. H. WADDINGTON, *Edit de Dioclétien établissant le maximum dans l'Empire romain*, Paris, F.Didot, 1864, p.5.

¹⁷⁴ Les capitulaires de 794 et 805 fixaient des prix maximum pour les denrées via des taxes. V. A. MONNIER, *Histoire de l'assistance publique dans les temps anciens et modernes*, Paris, Guillaumin, 3^e éd., 1866, p. 208-210.

¹⁷⁵ J. MARY, *Etude juridique du délit de spéculation illicite sur denrées et marchandises et de la réforme des articles 419-420 du Code pénal*, thèse, Poitiers, 1923, p. 121.

¹⁷⁶ M. TOMASI, « *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché* », *Mélanges AEDBF-France IV* 2004, p. 439.

¹⁷⁷ P.-J. PROUDHON, *Manuel du spéculateur à la bourse*, Garnier frères (Paris), 4^e édition, 1857, p. 22-23, cité par N. HISSUNG-CONVERT, *La spéculation boursière face au droit : 1799-1914*, préface de B. Gallinato, Paris, LGDJ, 2009, Bibliothèque de Droit privé, tome 511, p. 1.

¹⁷⁸ En France, la répression peut venir du droit pénal lorsqu'un « *délit boursier* » est commis – Les textes sanctionnent le délit de manipulation de cours, le délit d'initié ou le délit de fausses informations –, et de la Commission de sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui va infliger des sanctions administratives en cas de « *manquements* » aux règles qu'elle a édictées – manquement d'initié et manquement de manipulation de cours pour ce qui concerne les opérations spéculatives. La nature des sanctions prononcées est différente, puisque les autorités de régulation des marchés ne

destinées à influer sur les prix. Lorsque cela arrive, l'opérateur réduit voire supprime l'incertitude qui est au fondement de l'opération spéculative. À partir de ce moment, la spéculation est alors considérée comme illicite en ce que les manœuvres qui l'accompagnent rompent l'égalité entre les différents opérateurs¹⁷⁹. Ainsi, l'activité spéculative qui y est autorisée ne l'est que dans la limite où elle ne perturbe pas le « *bon fonctionnement du marché* » que l'entreprise de marché a pour charge de garantir au titre de l'article L. 421-11 du Code monétaire et financier¹⁸⁰. Il s'agit ainsi d'« *assurer la protection de ce paradigme de l'économie libérale, qui veut que la rencontre entre l'offre et la demande s'effectue librement et de façon transparente afin que les prix se fixent à leur juste niveau* »¹⁸¹.

117. En droit français, la répression de ces techniques qui portent atteinte au bon fonctionnement du marché s'est principalement faite de manière circonstancielle jusqu'à l'adoption du Code pénal de 1810, lequel va consacrer un basculement d'« *une législation situationnelle à une législation permanente [mais qui a largement] hérité de l'esprit des réglementations antérieures* »¹⁸². Ainsi, les articles 419¹⁸³ et 420¹⁸⁴ du Code pénal de 1810 réprimaient le fait de manipuler les prix par des moyens frauduleux, et ce y compris sur certaines denrées alimentaires dont le commerce était important à l'époque. L'équivalent de ces textes se trouve au sein de l'article L. 465-3 al. 1 du Code monétaire et financier qui prohibe « *Le fait, par toute personne, de réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un*

peuvent prononcer que des sanctions péquniaires, alors que le droit pénal prévoit également des peines de prison. V. AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Les manquements relevant de la compétence de l'AMF*, 18 octobre 2010, p. 1.

¹⁷⁹ A.-D. MERVILLE, *La spéculation en droit privé*, thèse, Lille, 2003, n° 364 s. ; D. PONTON-GRILLET, « *La spéculation en droit privé* », S. 1990, p. 161.

¹⁸⁰ Art. L. 421-11 C. mon. fin « *l'entreprise de marché prend les dispositions nécessaires en vue de : Déetecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché réglementé ou pour les membres du marché* ».

¹⁸¹ E. DEZEUZE, « *Bref survol des contours du délit de manipulation des cours* », *Actualité Juridique Droit Pénal (AJDP) Dalloz* 2011, n°2, n°2, p. 61-65.

¹⁸² *ibid.*

¹⁸³ Article 419 du Code pénal de 1810 : « *Tous ceux qui, par des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le public, par des suroffres faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, par réunions ou coalitions entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée, tendant à ne la pas vendre, ou à ne la vendre qu'à un certain prix, ou qui par des voies ou moyens frauduleux quelconques auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers et effets publics au-dessus ou au-dessous des prix qu'aurait déterminés la concurrence naturelle et libre du commerce, seront punis d'un emprisonnement d'un mois au moins, d'un an au plus, et d'une amende de cinq cents francs à dix mille francs. Les coupables pourront de plus être mis, par l'arrêt ou le jugement, sous la surveillance de la haute police pendant deux ans au moins et cinq ans au plus.* »

¹⁸⁴ Article 420 du Code pénal de 1810 : « *La peine sera d'un emprisonnement de deux mois au moins et de deux ans au plus, et d'une amende de mille francs à vingt mille francs, si ces manœuvres ont été pratiquées sur grains, grenailles, farines, substances farineuses, pain, vin, ou toute autre boisson. La mise en surveillance qui pourra être prononcée, sera de cinq ans au moins et dix ans au plus.* »

comportement qui donne ou est susceptible de donner des indications trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un instrument financier ».

118. Le délit de diffusion de fausses informations a été instauré par la loi n° 70-1209 du 23 décembre 1970 qui a introduit l'article L 465-1 al. 3 du Code monétaire et financier¹⁸⁵. Comme le délit de manipulation des cours, il a pour objectif principal d'interdire les manœuvres qui pourraient porter atteinte au libre établissement du prix. Même si leur application est peu fréquente de façon générale, plus rare encore quand il s'agit de contrats dérivés, et plus encore en matière de contrats financiers ayant pour sous-jacent des matières premières agricoles, il n'en reste pas moins que « *les règles de répression des abus de marché s'appliquent par principe aux dérivés* »¹⁸⁶.

119. Le bon fonctionnement du marché nécessitant qu'il ne soit ni contrôlé ni manipulé, toutes les techniques permettant de spéculer ne sont donc pas autorisées. En revanche, il y a certaines pratiques spéculatives qui sont indispensables aux marchés, et qui ont donc été autorisées et même encouragées. L'organisation vers laquelle la plupart des États se sont acheminés procède de la recherche d'un équilibre entre la régulation et l'autorisation des pratiques spéculatives.¹⁸⁷ En témoignent notamment les nombreuses lois qui ont été votées¹⁸⁸ pour interdire les marchés à terme au motif que les transactions qui s'y déroulaient ne présentaient pas un caractère « *sérieux* », ce qui se déduisait de l'absence de transfert de propriété. Parfois les États sont intervenus de façon très forte pour encadrer les échanges et parfois ils ont au contraire opté pour une politique plus libérale et laissé une plus grande latitude au marché.

¹⁸⁵ Cet article réprime « *le fait pour toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance* ».

¹⁸⁶ A. GAUDEMEN, *Contribution juridique à l'étude des dérivés*, préface de H. Synvet, Economica, Université Panthéon-Assas (Paris), 2008, Recherches juridiques, tome 22, p. 122.

¹⁸⁷ H. HOVASSE, « *Les aspects juridiques et fiscaux de la globalisation des marchés financiers* », *Dr. sociétés* 2000, n°7, chron. 15, p. 7-9.

¹⁸⁸ Par exemple, en France, l'article 7 de l'Arrêt du Conseil d'État du 7 août 1785 prévoit que « *Majesté, les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques qui se feraient à terme et sans livraison desdits effets, ou sans le dépôt réel d'iceux, constaté par acte dûment contrôlé, au moment même de la signature* ». V. É. BADON-PASCAL, *Des marchés à terme, étude pratique au point de vue légal et financier*, Paris, Imprimerie et librairie générale de jurisprudence : Marchal, Billard & ce., 1877, p. 71.

B. L'autorisation des pratiques spéculatives profitant au marché

120. La fin des années 1980 a marqué le début d'une période de forte dérégulation¹⁸⁹ particulièrement perceptible aux États-Unis, et c'est dans ce contexte que les transactions relatives aux matières premières ont fortement augmenté. S'agissant de la spéculation sur les denrées alimentaires, la réglementation y était déjà très aboutie grâce à deux éléments. D'une part, les transactions relatives aux matières premières devaient nécessairement être conclues sur des marchés réglementés et étaient soumises au contrôle de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), organisme doté d'une compétence exclusive pour surveiller les transactions portant sur ce type de sous-jacents¹⁹⁰. D'autre part, les opérateurs se sont vu imposer des « *limites de positions* » à partir de 1936, qui les empêchaient de conclure plus de contrats que ce qui était autorisé par les règles de marché¹⁹¹.

121. L'adoption du *Commodity Futures Modernization Act* en 2000 a largement bouleversé ce système en permettant aux transactions portant sur les *commodities* d'être négociées sur des marchés non réglementés qui échappent à la surveillance de la CFTC¹⁹². Ce texte « *a permis à tous les investisseurs, y compris les hedge funds, les fonds de pension et les banques d'investissement d'échanger des contrats futures portant sur des commodities sans subir de limites de positions, ni avoir à fournir d'informations, ni être soumis à une surveillance réglementaire* »¹⁹³. C'est-à-dire qu'à partir de ce moment, des opérateurs dont l'activité économique n'avait absolument aucun rapport avec les matières premières agricoles ont pu effectuer des transactions ayant celles-ci pour sous-jacent sans être surveillés.

122. Le système des limites des positions a également largement été ébranlé à partir de la fin des années 1990. Celles-ci ont en effet été constamment relevées: « *Depuis le début des années 1990, les limites de positions ont été régulièrement relevées avec l'accord de la CFTC. Ces*

¹⁸⁹ J. GHOSH, Commodity speculation and the food crisis, in *Excessive Speculation in Agriculture Commodities*, IATP, 2011, p. 5.

¹⁹⁰ Par comparaison, la France n'a jamais adopté un tel système, et l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) gère tous les marchés réglementés, qu'ils traitent ou non de matières premières agricoles.

¹⁹¹ B. BRÉHIER, P. PAILLER, « *La régulation du marché des matières premières* », *Bull. Joly Bourse* 2012, n°3, p. 124.

¹⁹² J. GHOSH, Commodity speculation and the food crisis, in *Excessive Speculation in Agriculture Commodities*, IATP, 2011, p. 5.

¹⁹³ « *These allowed any and all investors, including hedge funds, pension funds and investment banks, to trade commodity futures contracts without any position limits, disclosure requirements, or regulatory oversight* », J. GHOSH, « *The Unnatural Coupling: Food and Global Finance* », *Journal of Agrarian Change*, 2010, vol. 10, n° 1, p. 78.

limites, qui ont été fixées pendant des décennies à 600 contrats par commodity ont finalement grimpé à 22 000, 10 000 et 6 500 pour le maïs, le soja et le blé en 2005, puis au double lors de la hausse des prix de la nourriture en 2006-2008 »¹⁹⁴. Même si l'adoption du Dodd-Frank Act en 2010¹⁹⁵ a eu vocation à réintroduire une dose de contrôle plus forte en réintroduisant des limites de positions plus fortes. Cependant, « celles-ci ont fait l'objet d'un recours des associations de dealers [...] et le 28 septembre 2012, les juges ont fait droit à cette demande et annulé les limitations mises en place par la CFTC »¹⁹⁶.

123. Les marchés financiers se sont donc implantés durablement dans le paysage des marchés relatifs aux matières premières agricoles, aux côtés des marchés physiques qu'ils concurrencent en partie.

Section 2. L'ORGANISATION DES DIFFÉRENTS MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES

124. Les marchés peuvent être organisés en fonction de nombreux critères parfois concurrents dont la plupart sont liés aux contrats que les opérateurs peuvent conclure¹⁹⁷. Dans le cadre de cette étude, nous privilégierons une approche centrée sur les modalités d'exécution des contrats. Dans le cas des marchés physiques, les matières premières agricoles constituent directement l'objet des contrats qui sont négociés par les opérateurs. Les marchés physiques sont les marchés au comptant (*spot markets*) et les marchés à livraison différée (*forward markets*). Sur les marchés dérivés en revanche, les matières premières agricoles ont un statut différent puisque même si elles demeurent techniquement l'objet des contrats, l'intégration de

¹⁹⁴ “The CBOT also embraced the deregulatory spirit. Since the early 1990s it had been steadily increasing the speculative position limits in its agricultural markets with the approval of the CFTC. These limits, which had existed for decades at 600 contracts per commodity would finally grow to 22 000, 10 000 and 6 500 for maize, soybeans and wheat respectively by 2005 and were set to double when the 2006-08 high food price event hit”. V. A. BERG, The rise of commodity speculation: from villainous to venerable, in *Safeguarding food security in volatile global markets* (edited by Adam Prakash), FAO, 2011, p. 267.

¹⁹⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 juill. 2010.

¹⁹⁶ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°1275, p. 818.

¹⁹⁷ On peut par exemple avoir le marché du blé, du riz ou du soja par référence à l'objet du contrat. Mais la classification des marchés peut aussi faire référence aux modalités d'exécution des contrats. C'est ainsi qu'une distinction peut être opérée entre les marchés qui proposent des contrats à exécution immédiate, et ceux qui proposent des contrats à exécution différée.

ces derniers au sein d'opérations conduisent à transformer les denrées en simple référence économique, ce que la pratique appelle des « *sous-jacents* ».

125. Les marchés se répartissent ainsi en deux catégories qui découlent du type d'opérations qui y sont formées. ceux qui ont une fonction commerciale, et qui donnent naissance à des échanges commerciaux (§1), et les marchés financiers, qui ont une fonction de spéulation

§1. Les marchés physiques centrés sur la livraison des biens

126. Traditionnellement, les marchés ayant pour objet de permettre l'échange de matières premières agricoles sont distingués selon qu'ils proposent à leurs opérateurs des contrats dont l'exécution des obligations suit immédiatement la conclusion du contrat, et ceux pour lesquels elle est au contraire différée dans le temps.

Les matières premières agricoles peuvent faire l'objet de négociation sur des marchés au comptant qui sont les descendants des foires du Moyen Âge¹⁹⁸. Les contrats qui y conclus sont à exécution instantanée¹⁹⁹, ce qui signifie que l'acheteur et le vendeur doivent tous deux être en mesure d'honorer les engagements qu'ils ont pris : l'acheteur doit pouvoir payer le prix de la marchandise et le vendeur doit être en mesure de fournir cette dernière. Il s'agit donc d'un marché « *physique* » où sont conclus des contrats translatifs de propriété qui ont pour objet la marchandise. Le contenu de ces contrats étant laissé à la discrétion des parties, le marché a pour rôle principal de faciliter la rencontre entre acheteurs et vendeurs, et ne l'organise pas avec la même rigueur que les marchés financiers (V. infra n°147).

Les marchés à livraison différée (ou marchés à terme) sont, au niveau des conventions proposées aux opérateurs, très proches des marchés au comptant, notamment en ce que leur contenu est en principe, comme pour les marchés au comptant, totalement dépendant de la volonté parties. Celles-ci sont liées l'une envers l'autre à partir du moment où le contrat est conclu. La principale différence avec les contrats conclus sur les marchés au comptant réside dans le moment de l'exécution du contrat qui ne suit plus immédiatement la conclusion du contrat. En ce qui concerne les contrats à terme, les obligations des parties sont en effet soumises à un terme suspensif qui diffère l'exigibilité de l'obligation « *jusqu'à la survenance* ».

¹⁹⁸ Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, p. 11.

¹⁹⁹ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, p. 14.

d'un événement futur et certain, encore que la date soit incertaine »²⁰⁰. Ce terme ne s'applique pas aux contrats optionnels pour lesquels l'exécution des obligations est subordonnée à la levée de l'option par celui qui en est le bénéficiaire. Dès lors, même si cette levée de l'option intervient nécessairement après la formation du contrat, ce n'est pas le résultat de l'effet d'un terme suspensif²⁰¹.

Les marchés à livraison différée ont pu se développer en raison des besoins croissants des opérateurs de pouvoir gérer au mieux la volatilité naturelle des prix des matières premières agricoles. Néanmoins, certains problèmes récurrents de ces marchés ont favorisé la création des marchés dérivés qui proposent à leurs membres des contrats et des règles de fonctionnement différents.

127. Les principaux problèmes des marchés à livraison différée sont qu'ils n'assurent en principe aucune sécurité particulière aux transactions réalisées. Les relations entre les parties sont réglées par les règles du droit commun, lequel ne fait pas forcément une place suffisamment importante à l'efficacité économique. En effet, les parties à un contrat conclu sur un marché à livraison différée font face à plusieurs risques. L'acheteur ou le vendeur peut par exemple se révéler défaillant, la qualité de la marchandise peut ne pas être celle escomptée et il peut y avoir des retards dans la livraison²⁰². Économiquement, certains auteurs relèvent également que « *les engagements [...] sont fermes et définitifs, ce qui [peut] entraîner des pertes en opportunité pour l'acheteur ou le vendeur* »²⁰³. Si ces risques sont une caractéristique commune à un grand nombre de contrats, ils s'accordent très mal avec les impératifs liés à l'exercice d'une activité commerciale. Les règles du droit commun des contrats connaissent d'ailleurs déjà ces situations et prévoient déjà les conséquences de la mauvaise exécution du contrat. En droit français, l'article 1641 du Code civil prévoit ainsi que le vendeur a pour charge de délivrer un bien conforme à ce qui était spécifié dans le contrat²⁰⁴. S'il manque à cette obligation, l'acheteur pourra se retourner contre lui et choisir de rendre la chose au vendeur en

²⁰⁰ Art. 1305 C. Civ.

²⁰¹ J.-J. DAIGRE, P. PAILLER, « *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers* », *Rev. sociétés* 2009, n°1, p. 10.

²⁰² F. DECLERCK, M. PORTIER, *Comment utiliser les marchés à terme agricoles et alimentaires*, Paris, Guides France Agricole, Comprendre, 2^e éd., 2009, p. 31.

²⁰³ Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, p.11.

²⁰⁴ À titre d'exemple, l'article 1641 du Code civil prévoit que « *le vendeur est tenu de la garantie à raison des défauts cachés de la chose vendue qui la rendent impropre à l'usage auquel on la destine, ou qui diminuent tellement cet usage que l'acheteur ne l'aurait pas acquise, ou n'en aurait donné qu'un moindre prix, s'il les avait connus* ».

échange de la restitution du prix, ou bien d'en conserver la propriété et de se faire rembourser une partie du prix²⁰⁵. Une solution est donc prévue par les textes, mais c'est une solution générale qui ne tient pas compte des exigences d'une activité commerciale, ni de l'intention des parties qui peut également résider dans la volonté de couvrir contre le risque de prix.

En effet, si un industriel forme en décembre un contrat ayant pour objet la livraison de 100 tonnes de blé ne reçoit pas ce qui était spécifié au contrat, c'est tout son processus de production qui va être bouleversé. Quand bien même il recevrait de la part du vendeur la restitution du prix de vente, il serait contraint d'acheter sur le marché, au cours actuel, le blé dont il a besoin. Si les prix ont chuté, il n'y aura pas de problème puisqu'il aura réalisé un bénéfice fortuit. Mais que va-t-il se passer si les prix ont augmenté ? Il devra se fournir en blé en utilisant la somme qui lui a été restituée, mais cette somme représentera-t-elle le prix payé initialement ou bien de quoi acheter 100 tonnes de blé au nouveau prix du marché. Pour être indemnisé du préjudice que lui aura causé la mauvaise exécution du contrat, il devra engager la responsabilité contractuelle de son débiteur défaillant.

128. Ainsi, malgré tous les avantages que présentent les marchés à terme, leurs inconvénients ont favorisé l'émergence d'un nouveau type de marché totalement organisé autour des activités de gestion du risque de prix.

§2. Les marchés financiers privilégiant la gestion du risque de prix

129. Sans les faire disparaître, les marchés financiers poursuivent l'évolution amorcée par les marchés à livraison différée. Les contrats qui y sont formés s'exécutent également après l'écoulement d'un certain délai, même si les modalités d'exécution sont définitivement fixées dès la formation de la convention. Il convient de noter que la notion de « *marché à terme* » est purement française et regroupe les notions de marchés *forward* et *futures* qui existent dans les pays anglo-saxons²⁰⁶.

²⁰⁵ L'article 1644 du Code civil prévoit ainsi que « *l'acheteur a le choix de rendre la chose et de se faire restituer le prix, ou de garder la chose et de se faire rendre une partie du prix, telle qu'elle sera arbitrée par experts* ».

²⁰⁶ La terminologie française relative aux marchés de matières premières peut être source de confusions. En effet, sous l'expression de « *marchés à terme* » sont regroupés les marchés « *forward* » et les marchés « *futures* ».

130. Les techniques contractuelles qui ont permis aux agriculteurs de gérer le risque de prix qui pèse sur les matières premières agricoles ont été au fil des siècles étendues à d'autres biens. Si bien qu'aujourd'hui, les contrats à terme et optionnels peuvent concerner d'autres marchandises (des minéraux, du pétrole, etc.), mais également des biens immatériels comme des variables monétaires, des actifs financiers ou des indices²⁰⁷. Pour autant, les marchés relatifs à des marchandises ont une caractéristique bien particulière : ils sont les seuls où l'on retrouve deux catégories d'opérateurs différents. D'un côté, il y a ceux qui cherchent à détenir physiquement les marchandises et pour qui ces marchés constituent un moyen comme un autre d'acheter des matières premières. De l'autre, il y a les opérateurs pour qui au contraire seule la valeur des marchandises à une importance, et qui n'interviennent sur ce marché qu'à la seule fin de gérer le risque de prix avec une volonté de couverture ou de spéculation.

La coexistence de ces deux types d'opérateurs a des conséquences sur le contenu des contrats qui sont négociés au sein des marchés dérivés. En effet, il y a là un impératif de nature économique qui a des conséquences juridiques. C'est-à-dire que les contrats doivent être conçus de telle façon qu'ils permettent aux opérateurs de les exécuter de deux façons différentes : en utilisant le mécanisme de la compensation pour ceux qui souhaitent se contenter de gérer un risque de prix, et en procédant à un transfert de propriété pour ceux qui souhaitent réellement commerçer. Ce dénouement alternatif du contrat à terme permet à un contrat d'être conclu avec des objectifs variés : procéder au transfert de propriété, gérer le risque de variation des prix, ou bien les deux en même temps.

* * *

*

CONCLUSION DU CHAPITRE II

L'aléa affectant l'activité agricole a donné naissance à des contrats commerciaux affectés d'une nouvelle fonction de gestion du risque. Initialement pensés comme des outils destinés à protéger les producteurs et les commerçants contre les aléas qui affectent de façon permanente l'activité agricole, leur usage a progressivement basculé vers la recherche de profits. À la fois cause et conséquence du développement des marchés financiers, l'apparition de ces nouveaux contrats a redessiné le paysage des marchés de matières premières agricoles, instaurant une dichotomie

²⁰⁷ Y. JÉGOUREL, *Les produits financiers dérivés*, Paris, La Découverte, « Repères », 2017, p. 17.

de principe entre les marchés physiques et les marchés financiers. De principe seulement parce qu'en réalité, des considérations économiques font que la frontière entre ces deux types de marchés n'est totalement étanche que d'un seul côté. Les marchés physiques ne permettent pas de réaliser des transactions purement financières, mais les marchés financiers permettent de réaliser des opérations purement commerciales. Or, le maintien de ce lien entre la sphère physique et la sphère financière est à l'origine des spécificités juridiques des opérations financières relatives aux matières premières agricoles par rapport aux autres opérations purement financières.

CONCLUSION DU TITRE 1

Les contrats financiers relatifs aux matières premières agricoles tels qu'ils existent depuis la fin du XX^e siècle sont, dans leur contenu, très proches des contrats qui leur ont donné naissance. Les obligations n'ont pas varié, il n'y a pas eu création d'un contrat *sui generis* dont on ne trouverait aucun équivalent et dont le mécanisme juridique serait totalement novateur. Il s'agit simplement de contrats de vente et de promesses unilatérales qui, assemblés les uns aux autres, sur les marchés physiques, financiers ou bien les deux, permettent de conclure des opérations commerciales, des opérations de couverture, ou bien des opérations spéculatives. Du point de vue des marchés, la spéculation est devenue indispensable, et le besoin qu'en ont les marchés pour leur développement a eu raison des craintes liées à leurs excès. Grâce à un climat juridique et politique propice, les marchés ont alors pu entamer une expansion très importante au soutien de laquelle ils ont intégré les contrats au sein d'opérations financières, afin de les adapter à l'activité spéculative. À la période durant laquelle les marchés se sont développés « *grâce à la spéculation* » succède donc celle au cours de laquelle les marchés se développent « *pour la spéculation* ». Et à la phase qui a vu les contrats créer le marché, va se substituer un cycle au cours duquel ce sont les marchés qui vont « *créer* » les contrats.

Titre 2. L'ADAPTATION DES MARCHÉS À TERME À LA SPÉCULATION

132. Les denrées alimentaires ayant figuré parmi les premiers produits à faire l'objet de transactions commerciales et d'opérations spéculatives, c'est assez naturellement à leur sujet que les premières inquiétudes ont porté. Si dans son principe la spéculation consiste seulement à suivre les variations des prix et à tenter d'en profiter, certains opérateurs ont tenté de les orienter afin d'assurer la réalisation de profit et de ne risquer aucune perte. Or, l'orientation d'un prix de marché influence l'ensemble du commerce et tous les acteurs de la chaîne économique connectés à ce marché. C'est pourquoi des mesures ont été prises afin d'interdire les manœuvres qui accompagnent la spéculation et qui avaient pour objectif de bouleverser l'établissement « *naturel* » du prix de ces produits vitaux. Comme le rappelle un auteur, « *la lutte contre les monopoles et les spéculateurs [...] s'ancre dans l'idée qu'une économie de la pénurie guette le système et qu'il faut donc prévenir toute action visant à déstabiliser les marchés* ».²⁰⁸

133. Afin de favoriser la spéculation, les règles de marché vont s'éloigner de la logique du droit civil, et parfois même entrer en opposition avec elle afin de favoriser l'intérêt du marché²⁰⁹. Le contrat se voit en effet servir un intérêt nouveau : celui de l'entité qui sert de cadre à la convention et non plus celui des cocontractants (Chapitre 1). Mais même si les marchés ont besoin de spéculation, ils demeurent conscients des effets pervers que l'activité spéculative peut provoquer, et c'est pourquoi ils vont également l'encadrer dans une certaine mesure (Chapitre 2).

²⁰⁸ A. STANZIANI, « Accaparement et spéculation sur les denrées alimentaires : au-delà de la pénurie », in *Profusion et pénurie: Les hommes face à leurs besoins alimentaires* (dir. Martin Bruegel), Presses universitaires, 2009, p. 103 s.

²⁰⁹ X. LAGARDE, « *Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme ?* », *JCP G* 2005, n°44, n° 44-45, p. 2045.

Chapitre I

LE DÉTOURNEMENT DU DROIT DES CONTRATS VERS L'INTÉRÊT DU MARCHÉ

134. La fin du XX^e siècle a vu croître les marchés de façon exponentielle à mesure que l'intérêt pour la gestion des risques augmentait, à cause notamment de la disparition des politiques de prix administrés et du développement de l'économie de marché. Les prix des denrées alimentaires étant de moins en moins sécurisés et de plus en plus abandonnés à la loi de l'offre et de la demande, la volatilité inhérente au commerce des denrées agricoles a recommencé à menacer les acteurs de ces filières. Cette conjoncture a permis aux marchés à terme de connaître un regain d'intérêt, dès lors qu'ils permettent aux opérateurs de se protéger contre les variations de prix tout en leur donnant des informations futures sur la valeur des denrées alimentaires²¹⁰.

135. Toutefois, pour que le marché puisse fonctionner correctement et fournir aux opérateurs les services dont ils ont besoin, il a fallu adapter les mécanismes contractuels du droit commun. C'est pourquoi afin de les laisser édicter eux-mêmes les règles de fonctionnement dont ils avaient besoin pour prospérer, les États et les autorités administratives chargées de la surveillance des marchés ont progressivement relâché le contrôle qu'ils opéraient. En France, cette tâche a été confiée à l'entreprise de marché²¹¹ – la personne qui gère et/ou exploite l'activité d'un marché réglementé²¹² – la charge de s'assurer du « *bon fonctionnement du marché* »²¹³. Elle dispose pour cela de la possibilité d'édicter ses propres règles de

²¹⁰ Ces informations peuvent être particulièrement utiles pour un producteur qui, en fonction des prix du marché, va décider de planter du blé plutôt que du soja par exemple.

²¹¹ L'entreprise de marché « *est* » le marché, puisque c'est elle qui a la personnalité morale, et non pas les marchés qu'elle va gérer. V. J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, préface de M. Germain, Paris, LGDJ, 2005, Bibliothèque de droit privé, tome 478, p. 355 s ; M. GALLAND, « *Marchés financiers : fonctionnement* », *Répertoire de droit des sociétés*, Dalloz, 2010p. 5.

²¹² Art. 421-2 C. mon. fin.

²¹³ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°76 s., p. 86 s.

fonctionnement sous le contrôle de l’Autorité des Marchés Financiers (AMF)²¹⁴, et va ainsi pouvoir établir des normes qui vont s’imposer à la fois à ceux qui opèrent en son sein et aux contrats qu’ils concluent.

136. Toutefois, la notion de « *bon fonctionnement du marché* » qui oriente toutes les normes édictées ne fait pas l’objet d’une définition. Lorsqu’il la mentionne, le Code monétaire et financier établit une liste d’impératifs que l’entreprise de marché doit veiller à respecter²¹⁵, mais celle-ci n’aide pas à théoriser le concept dans son ensemble, celui-ci semblant renvoyer à des considérations économiques. De façon générale, assurer le bon fonctionnement du marché consiste surtout à s’assurer que les transactions s’effectuent en nombre suffisant pour assurer la liquidité du marché, et en toute sécurité, c’est-à-dire en minimisant les risques de mauvaise exécution ou d’inexécution des contrats.

137. De façon tout à fait indirecte et sans qu’ils ne soient jamais nommés, le marché se retrouve incité à faire intervenir des spéculateurs afin de permettre son bon fonctionnement. Mais ce besoin de spéculation exerce une influence sur la nature des règles en vigueur sur le marché (Section 1) et, par un effet de vases communicants, sur le processus de formation du prix de marché (Section 2).

Section 1. L’INFLUENCE DE L’ACTIVITÉ SPÉCULATIVE SUR LES RÈGLES DE MARCHÉ

138. Dès lors qu’il n’engage qu’elles, la détermination du contenu d’un contrat et les modalités de sa conclusion sont en principe laissées à la discrétion des parties. Mais dans le cadre d’un marché financier, la logique est différente puisque l’intérêt de cette entité est supérieur à celui des opérateurs. Mais comme le soulignait un auteur, « *la volonté humaine*

²¹⁴ Art. 421-3 C. mon. fin.

²¹⁵ L’article L. 421-11 du Code monétaire et financier précise que « *L’entreprise de marché prend les dispositions nécessaires en vue de : 1. Déetecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché réglementé ou pour les membres du marché, de tout conflit d’intérêts entre les exigences de bon fonctionnement du marché réglementé qu’elle gère et ses intérêts propres ou ceux de ses actionnaires ; 2. Disposer en permanence des moyens, d’une organisation et de procédures de suivi adéquats permettant d’identifier les risques significatifs de nature à compromettre le bon fonctionnement du marché réglementé qu’elle gère et prendre les mesures appropriées pour atténuer ces risques ; [...] 4. Garantir le bon fonctionnement des systèmes techniques de négociation et disposer notamment de procédures d’urgence destinées à faire face aux éventuels dysfonctionnements ; 5. Mettre en œuvre des mécanismes visant à faciliter le déroulement efficace et en temps voulu des transactions exécutées dans le cadre de leurs systèmes* ».

n'est pas toujours à elle seule sa propre loi »²¹⁶, et l'ordre public peut intervenir pour limiter la liberté contractuelle des parties afin d'assurer un intérêt supérieur²¹⁷. Dans le domaine financier, cet intérêt supérieur est celui du marché, et sa mise en œuvre se caractérise par la nécessité pour l'entreprise qui le gère d'en assurer le « *bon fonctionnement* ». Supérieur à celui des personnes qui négocient dans son enceinte, l'intérêt du marché a légitimé la mise en place d'exceptions à la liberté contractuelle de l'article 1102 du Code civil.

139. L'entreprise de marché a ainsi édicté les règles favorisant le développement de la spéculation dont le marché a besoin pour fonctionner efficacement (§1), et placé son propre intérêt au cœur des mécanismes de conclusion des contrats conclus dans son enceinte (§2).

§1. Les apports de la spéculation au bon fonctionnement du marché

140. Dans son acception la plus simple, la spéculation n'a besoin que de contrats pour être mise en œuvre. Elle peut exister en l'absence de tout marché, entendu ici comme une structure ayant un pouvoir normatif lui permettant d'encadrer les échanges qui ont lieu dans son enceinte. L'analyse du développement de la spéculation a permis de mettre en lumière le fait qu'elle n'avait absolument pas besoin des marchés ou de la finance pour exister. Mais une fois que les marchés furent créés, elle leur est devenue indispensable, et avec elle la présence de spéculateurs²¹⁸. La vitalité d'un marché à terme de matières premières agricoles résulte pour une part non négligeable de la liquidité dont celui-ci dispose, et celle-ci résulte pour une part importante de leur présence.

141. Indispensable au fonctionnement d'un marché, la liquidité s'analyse comme la facilité avec laquelle un opérateur va pouvoir trouver un cocontractant sur le marché²¹⁹. Ainsi, comme a pu le rappeler un auteur, « *[l]a spéculation (...) est indispensable au marché. Sans elle, la liquidité des marchés serait insuffisante ; on ne pourrait pas réaliser d'opérations de*

²¹⁶ M. GOUNOD, Le principe de l'autonomie de la volonté en droit privé, Thèse, Université de droit de Dijon, 1912, p. 419, cité par J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, préface de M. Germain, Paris, LGDJ, 2005, Bibliothèque de droit privé, tome 478, n°1, p. 1.

²¹⁷ Selon l'article 6 du Code civil, « *on ne peut déroger, par des conventions contraires, aux lois qui intéressent l'ordre public et les bonnes mœurs* ». L'ordre public financier constitue une extension de ce principe, où l'intérêt protégé n'est plus l'intérêt général mais l'intérêt du marché.

²¹⁸ T. A. HIERONYMUS, *Economics of futures trading, for commercial and personal profit*, Commodity Research Bureau, 1971, p. 83.

²¹⁹ S. DUROX, « Du market making à la tenue de marché : les prix de la liquidité sur les bourses de valeurs de Londres et de Paris », in Études sur le cours de bourse (dir. J. Stoufflet et J.-P. Deschanel), Economica, 1997, n°15, p. 99-100.

*couverture – qui sont la justification économique de l’existence des produits « dérivés »*²²⁰. Si celle-ci fait défaut, les opérateurs vont se décourager et renoncer à fréquenter le marché, lequel sera dès lors voué à disparaître²²¹. À titre d’exemple, un marché à terme du vin de Bordeaux (*Winefex*) a été créé en 2001, mais ce fut un échec à cause du manque de liquidité, les échanges journaliers n’ayant jamais dépassé la vingtaine de transactions²²². Cela signifie que toutes les matières premières agricoles ne pourront pas constituer l’objet ou le sous-jacent de contrats financiers. Pour pouvoir devenir le sous-jacent d’un contrat financier, il doit y avoir une offre et une demande importante pour la marchandise. Si ce n’est pas le cas, le marché ne pourra pas faire se rencontrer suffisamment de volontés pour que le marché soit viable²²³. Cela suppose donc également que la structure mette en place des normes adaptées au maintien et au développement de cette liquidité.

142. Le meilleur moyen pour y parvenir est de permettre à chaque spéculateur d’assumer uniquement le risque qui l’intéresse, afin qu’il puisse réaliser des profits tout en limitant ses pertes. Plutôt que de résumer sur un seul contrat assumant en une seule fois un risque très important avec des opportunités de gains équivalentes, mais corrélées à une éventualité de perte proportionnelle, les spéculateurs ont généralement tendance à préférer les petites opérations assurant des profits plus réduits, mais également plus fréquents. Si l’on prend l’exemple d’un contrat financier dont l’échéance est fixée à six mois après la conclusion du contrat, le spéculateur préférera assumer le risque de variation du prix entre deux journées plutôt qu’entre deux mois. Pouvoir réaliser ce type d’opérations de spéculation requiert donc de pouvoir s’engager et se désengager rapidement. Cela suppose un système adapté permettant à chaque opérateur de s’engager à assumer le risque qu’un tiers va lui transférer, et le transférer à son tour à un tiers en renonçant à son engagement (V. infra n°338). Pour que ce système fonctionne, il faut un nombre très important d’opérateurs afin que chacun d’entre eux soit assuré qu’il y

²²⁰ *Audition par l’Assemblée nationale de Mme Catherine LUBOCHINSKY, professeur à l’Université Panthéon-Assas*, 2010.

²²¹ V. B. W. BRORSEN, N. F. FOFANA, « *Success and failure of agricultural futures contracts* », *Journal of Agribusiness*, 2001, vol. 19, n° 2, p. 129 s.

²²² Sur ce point, V. E. PICHEZ, « *Who Killed the WINEFEX?: Autopsy of the Bordeaux Wine Futures Contract* », 2010. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1588753.

²²³ La présence d’une offre et d’une demande importante ne saurait toutefois suffire. En effet, une seconde condition concerne directement les caractéristiques des denrées alimentaires. Pour faire l’objet d’un marché à terme, la marchandise doit être stockable, ce qui explique à la fois le succès des marchés à terme sur les céréales, et l’absence de marchés à terme sur la pomme de terre malgré l’importance du marché physique sur cette denrée. Il s’agit là d’une caractéristique directement en rapport avec le fait que les contrats financiers portant sur des matières premières agricoles sont susceptibles de faire l’objet d’un transfert de propriété, et l’on se rend bien compte que la liste de matières premières agricoles pouvant devenir un sous-jacent n’est pas infinie, même si ce n’est pas pour des raisons juridiques.

aura bien un tiers au contrat initial à qui le risque pourra être transféré. Dans le cas contraire, un seul opérateur risquerait d'assumer un risque trop important et refuserait dès le départ de l'endosser.

143. Prenons un exemple pour illustrer notre propos²²⁴ : un opérateur souhaite vendre du blé sur le marché physique et souhaite se couvrir contre une baisse des prix qui pourrait survenir dans 3 mois. Il va pour cela prendre une position d'acheteur sur un marché financier pour une livraison prévue dans 3 mois. Un second opérateur, qui va prendre une position opposée va, de son côté espérer que les prix ne vont pas monter mais descendre. Après la formation du contrat, il va donc rapidement vérifier les prix et prendre une décision en fonction de leurs évolutions. Dans l'hypothèse où les prix ont augmenté, ce second opérateur va se retrouver en position de débiteur vis-à-vis du marché, puisque sa position aura perdu de la valeur : s'il avait acheté son contrat pour une valeur de 100€ et que le contrat ne vaut plus que 90€, il aura perdu 10€. Le marché, par l'intermédiaire de la chambre de compensation, va alors lui réclamer le versement des 10€ qu'il a perdu, afin de s'assurer de sa solvabilité²²⁵. Là où le marché est intéressant, c'est parce qu'à tout moment le détenteur d'une position d'achat ou de vente dispose de deux possibilités : soit il annule son engagement en transférant à son tour le risque qu'il avait endossé jusqu'alors à un tiers, soit il décide au contraire d'attendre en espérant que les prix varient en sa faveur, mais en s'exposant en contrepartie à de nouvelles pertes.

Quel que soit son choix, l'important est de noter cette faculté qui est laissée à chaque opérateur de cesser de s'exposer au risque et qui ne peut exister pour tous que grâce à la grande liquidité des marchés. Contrairement à ce qui se passe dans le cas où un contrat de gestion de risque est conclu dans un cadre purement bilatéral, nul n'est obligé de supporter seul les variations de prix qui interviennent entre la formation du contrat et son exécution. Économiquement, le risque que constitue la variation de prix au cours de l'exécution du contrat peut ainsi être fractionné et réparti entre les différents opérateurs.

144. Afin de permettre à la spéculation d'être suffisamment présente et de lui fournir la liquidité nécessaire, l'intérêt du marché a dû être placé au cœur de ses règles de fonctionnement,

²²⁴ Dans cet exemple abstrait, nous supposerons par commodité que la relation entre les prix sur le marché physique et les prix sur le marché financier concordent parfaitement.

²²⁵ Les contrats ayant une exécution décalée dans le temps par rapport à la formation du contrat, ce procédé qui met à la charge des cocontractants une série d'obligations régulières permet de s'assurer de façon régulière qu'ils sont en mesure d'exécuter leurs obligations. Pour plus de développements sur ce point, V. infra n°215 s.

afin de pouvoir établir un cadre propice à la conclusion du plus grand nombre de contrats possible.

§2. L'intérêt du marché au cœur de la phase précontractuelle

145. Le droit civil est imprégné d'une logique bilatérale qui ne s'accorde pas avec celle, multilatérale, qui est au cœur du fonctionnement des marchés. Pour s'en convaincre, il suffit d'observer les différences qui existent entre les modes de formation des transactions à l'extérieur et à l'intérieur d'un tel type de marché. Selon la théorie de l'autonomie de la volonté, les obligations qui sont mises à la charge des parties le sont conformément à leur volonté²²⁶, laquelle se manifeste à l'occasion de l'échange des consentements. Cet échange résulte traditionnellement de la rencontre d'une offre et d'une acceptation, la seconde succédant à la première, et nécessite parfois le respect de certaines formalités. Toutefois, l'un des points clés du bon fonctionnement des marchés financiers réside dans leur capacité à attirer le plus grand nombre d'opérateurs possible afin de créer de la liquidité, ce qui est rendu très compliqué par l'application du droit civil. C'est pourquoi la primauté de l'intérêt du marché sur les intérêts particuliers des opérateurs a conduit à une adaptation des règles établies par le droit civil à un intérêt qui n'est plus celui des parties, mais celui du marché.

146. Avant même la conclusion du contrat, le marché intervient déjà pour déterminer le contenu d'un contrat qui puisse intéresser le plus grand nombre (A), et préciser les modalités selon lequel il se formera (B).

A. L'établissement par l'entreprise de marché de modèles de contrat

147. Contrairement aux contrats négociés sur les marchés de gré à gré, les contrats qui le sont sur les marchés organisés sont identiques dans la grande majorité de leurs éléments, si bien que seuls le prix et la quantité de contrats que l'on souhaite échanger restent à définir. Par exemple, les fiches techniques des contrats à terme disponibles sur le marché *NYSE-Euronext* précisent la qualité et la quantité exigées des marchandises, les modes et horaires de négociation, les échéances (qui correspondent au terme du contrat), les procédures de livraison, etc.²²⁷

²²⁶ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°42, p. 43 ; E. GOUNOT, *Le principe de l'autonomie de la volonté en droit privé contribution à l'étude critique de l'individualisme juridique*, thèse, Dijon, 1912.

²²⁷ L'ensemble des contrats à termes portant sur des matières premières agricoles disponibles sur *Euronext* sont consultables à cette adresse : <https://derivatives.euronext.com/fr/commodities>.

Finalement, toute la phase de négociations et de tractations est supprimée, et le processus de rencontre des volontés sur les marchés à terme réglementés est réduit à sa plus simple expression : les opérateurs émettent des offres fermes et non négociables d'achat ou de ventes, lesquelles sont mises en relation (ou confrontées) en suivant les règles de priorité édictées par le marché²²⁸. La rencontre de ces consentements formera le contrat, et ce sans qu'aucune négociation ne soit possible. De cette façon, tous ceux qui souhaitent négocier sur les marchés à terme ne peuvent que conclure des engagements identiques d'achat et de vente, et il devient beaucoup plus simple de nouer et dénouer des positions en faisant jouer le mécanisme de la compensation (V. infra n°160). C'est d'ailleurs l'une des grandes différences entre les marchés de gré à gré et les marchés réglementés ; sur les premiers, la majeure partie des contrats formés s'exécute par un transfert de propriété, tandis que sur les marchés à terme, 95% des contrats se dénouent en faisant jouer le mécanisme de la compensation.

148. Pour qu'un contrat puisse être standardisé, il faut au préalable qu'il séduise le plus grand nombre d'investisseurs, c'est-à-dire qu'il fasse l'objet de nombreuses transactions de gré à gré (*forward*). Mais pour autant, le succès n'est jamais certain, et pour qu'un marché à terme voit le jour, il faut souvent plusieurs tentatives. Traditionnellement, la doctrine économique fait référence à la règle du 1-5-10 selon laquelle « *pour qu'un contrat soit opérationnel 5 ans après son introduction, il faut ouvrir 5 marchés (ce qui implique 4 échecs) et mener à leur terme 10 études de faisabilité (ce qui implique que 5 d'entre elles concluent par la négative à l'introduction de nouveaux contrats)* »²²⁹.

Le contrat à terme tel qu'il est défini par les règles des marchés du XXI^e siècle constitue une version plus complexe des contrats de vente avec une livraison différée. Comme ont pu le remarquer certains auteurs²³⁰, les différents textes qui portent sur celui-ci utilisent des dénominations différentes dont certaines s'éloignent du domaine juridique²³¹. Néanmoins, il s'agit toujours du même mécanisme contractuel qui consiste à acheter ou vendre aujourd'hui

²²⁸ Ces offres sont qualifiées « *d'ordres* » par les règles du marché et leur exécution se fait en respectant un classement déterminé par le type d'ordre donné (certains étant prioritaires sur d'autres) dans un premier temps, puis en fonction du moment où ils ont été donnés, le plus ancien étant prioritaire. Pour une étude des différents types d'ordres et des règles de priorité, V.H. DE VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, p 610 s.

²²⁹ Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, p. 419.

²³⁰ I. RIASSETTO, « *Contrats à terme fermes et options* », Dictionnaire Joly Bourse, 2000p. 2 ; H. DE VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 635, p. 569.

²³¹ Cette convention est parfois désignée par les termes de « *marché* », de « *position* », d' « *instrument financier à terme* », d' « *opération* », de « *transaction* » etc.

pour livrer plus tard, et c'est celui-ci qui permet la gestion du risque de prix. Fondamentalement, s'il s'agit seulement de se protéger contre les variations des prix, il n'y a en effet nullement besoin des procédés qui ont pu être ajoutés à ce mécanisme, qui ont grandement contribué à l'arrivée des purs spéculateurs sur les marchés financiers²³². Les règles des principaux marchés financiers donnent d'ailleurs une définition très épurée du contrat à terme. Les règles de négociation d'Euronext précisent ainsi qu'il constitue « *l'engagement, à un prix et à une date déterminés : pour l'acheteur de prendre livraison et de régler l'actif sous-jacent ; pour le vendeur de livrer et de recevoir le règlement de l'actif sous-jacent* »²³³, tandis que pour la Commodity Futures Trading Commission, « *A futures contract is an agreement to buy or sell in the future a specific quantity of a commodity at a specific price* »²³⁴. Finalement, ce qui est important, c'est que tout le monde soit d'accord sur le cœur nucléaire du contrat, sur ses obligations essentielles, afin de favoriser l'internationalisation des échanges. Ainsi, au vu de ces définitions, il apparaît que les obligations qui constituent le noyau dur du contrat. C'est pourquoi la doctrine semble s'accorder sur une notion commune du contrat à terme qui correspond à une vente dont le prix et l'objet du contrat sont fixés lors de la formation de la convention, mais dont l'exécution est différée dans le temps²³⁵.

149. En effet, la mondialisation et la libéralisation des échanges ont engendré à la fois la concurrence et la coopération des places boursières qui harmonisent non seulement leurs règles de fonctionnement, mais aussi les contrats qu'ils proposent aux opérateurs²³⁶. Le but est d'offrir au marché et à ses utilisateurs une efficacité économique toujours plus importante, et donc d'adapter sa réglementation aux besoins des opérateurs. Comme le souligne un auteur, « *la qualité de la réglementation du marché constitue un élément du choix des opérateurs, la règle de droit elle-même devient un élément de concurrence* »²³⁷. Dès lors, il semble logique que les

²³² Nous pensons ici notamment à la standardisation des contrats, à l'effet de levier, à la faculté de désengagement du contrat, au mécanisme de la compensation etc. V. en ce sens A. COURET, H. L. NABASQUE, M.-L. COQUELET, T. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 2^e éd., 2012, n° 939, p. 676.

²³³ Art. P/M. 1.3.4, al. 1, Règles de négociation Euronext.

²³⁴ <http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/FuturesMarketBasics/index.htm> (Adresse consultée le 25/05/2015) ; Trad. par nos soins : « *Un contrat à terme est un accord pour acheter ou vendre dans le futur une quantité spécifiée d'une commodity à un prix spécifié* ».

²³⁵ Pour d'autres définitions similaires, voir : H. DE VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 636, p. 570 ; F. AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, 2004, n° 193, p. 72 ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n° 60, p. 60.

²³⁶ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n° 55, p. 63.

²³⁷ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, p. 8.

mécanismes contractuels qui sont institués par les différents marchés soient similaires, ceux qui rencontrent le plus de succès et qui correspondent au besoin du plus grand nombre d'opérateurs étant repris par les concurrents et les partenaires.

150. L'avènement des marchés à terme et leur progressive évolution vers les marchés financiers à partir du XVII^e siècle (V. supra n°90) a largement modifié ces contrats²³⁸. S'ils conservent toujours le noyau dur du contrat à terme en ce qui concerne les obligations essentielles qui incombent aux parties, un certain nombre d'éléments les différencient. En effet, si les contrats à terme de gré à gré sont négociés directement entre deux personnes qui pourront définir le contenu du contrat, les contrats à terme standardisés n'offrent pas une telle place à la volonté des parties. Bon nombre d'éléments de leur contenu étant déterminés par l'entreprise de marché qui gèrent le marché sur lequel ils sont négociés, il ne reste plus aux opérateurs qu'à déterminer s'ils souhaitant ou non s'engager, le processus même de la rencontre de leur volonté échappant à leur contrôle.

B. L'organisation de la rencontre des volontés par le marché

151. Les contrats étant standardisés, les marchés permettent à des volontés de se rencontrer à travers l'émission d'offres symétriquement inverses, lesquelles prennent la forme d'*« ordres »*. Du point de vue du marché, chaque opérateur est un « *donneur d'ordre* », notion désignant « *toute personne qui confie à une autre la mission de transmettre des ordres ou de négocier des contrats sur le marché* »²³⁹. L'ordre de bourse est « *une instruction donnée par un client à son intermédiaire financier afin que celui procède pour son compte à l'achat ou à la vente de valeurs mobilières ou d'un produit financier* »²⁴⁰.

Afin de s'engager, le donneur d'ordre transmet donc un ordre à son intermédiaire (V. infra n°206) dans lequel il manifeste sa volonté de s'engager en tant qu'acheteur ou vendeur. Cet ordre, qui peut s'analyser comme une offre de contracter, va être transmis au

²³⁸ Ils se divisent maintenant en deux catégories correspondant aux marchés du même nom : les contrats à terme de gré à gré (*forward*) et les contrats à terme standardisés (*futures*). Chacun de ces types de contrats est négocié sur un marché différent ; les contrats à terme de gré à gré le sont sur des marchés non réglementés (ou « *de gré à gré* »), et les contrats à termes sont standardisés sur les marchés organisés ou réglementés.

²³⁹ I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, n°11, p. 11.

²⁴⁰ COB, « *l'exécution des ordres de bourse* », *Bull. mens.* n°287, janv. 1995, p. 22, cité par T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°1122, p. 716. V. également cette référence au n°1124 pour une analyse juridique de l'ordre.

marché où il intégrera le carnet d'ordre central et rejoindra tous les autres ordres qui sont émis par rapport au même type de contrat. Le marché va ensuite opérer un classement en fonction des règles de priorité qui auront été déterminées par une instruction, et il va alors être exécuté ou non. Dans l'hypothèse de son exécution, cela signifie que le marché aura trouvé un ordre qui lui est symétriquement inverse. Le marché aura permis à deux consentements symétriquement inverses de se rencontrer pour donner naissance à un contrat. Pour dénouer sa position, un opérateur doit prendre vis-à-vis du marché une position inverse à celle qu'il détenait auparavant. S'il était acheteur d'un contrat à terme, il doit se positionner en tant que vendeur d'un contrat à terme identique. Or, le simple fait de se positionner en tant qu'acheteur ou vendeur de l'un de ces contrats va dans une mesure plus ou moins grande, influencer le prix de marché du bien négocié. Les marchés à terme français sont en effet « *gouvernés par les ordres* », ce qui signifie que l'ensemble des ordres d'achat et de vente va déterminer un cours « *de marché* » qui est celui auquel le plus de transactions pourront être conclues²⁴¹. Pour cela, les règles de priorité qui gouvernent la rencontre des volontés sont essentielles. En effet, les transactions étant totalement standardisées et les ordres étant émis sans destinataire déterminé, elles assurent un classement qui va servir à déterminer qui va pouvoir conclure une transaction en premier. Le classement est effectué par un algorithme qui classe les ordres d'abord en fonction de leur nature ; plus l'ordre est risqué, c'est-à-dire susceptible d'occasionner des pertes ou de limiter les gains de l'opérateur, plus il sera prioritaire²⁴². Et ensuite selon le moment où ils sont émis,

²⁴¹ Ce système s'oppose au système anglo-saxon dit « *gouverné par les prix* ». Sur des aspects relatifs à la concurrence de ces deux modes de cotation, V. H. HOVASSE, « Les aspects juridiques et fiscaux de la globalisation des marchés financiers », *Dr. sociétés* 2000, n°7, chron. 15, p.

²⁴² Ainsi, l'ordre « *au marché* » est prioritaire sur tous les autres puisque l'opérateur s'engage à acheter ou vendre au prix du marché sans déterminer de prix plafond ou plancher, et sans que l'ordre ne puisse être fractionné. Le contrat sera donc formé avec les meilleures contreparties disponibles, c'est-à-dire celles qui proposent la meilleure contrepartie – le prix le moins cher à la vente et le plus cher à l'achat –, mais l'opérateur n'aura aucune garantie quant aux prix qu'il va payer ou recevoir. Par exemple, si un ordre « *au marché* » d'achat est émis pour deux contrats à terme sur du blé, et que trois vendeurs proposent respectivement des prix de 150€, 160€, et 170€ alors les contrats seront conclus avec les deux premiers. L'acheteur a ici renoncé à pouvoir déterminer son prix d'achat, il se contente d'accepter automatiquement celui de son cocontractant. L'ordre « *à cours limité* », en revanche, ne sera exécuté que si les prix franchissent des seuils déterminés par l'opérateur. Par exemple, celui-ci peut préciser qu'il n'achètera du blé que si un prix inférieur à 150€ est disponible, ou qu'il n'en vendra que si un acheteur propose un prix supérieur à 160€. S'il n'y a pas de contrepartie disponible qui respecte les restrictions posées par l'émetteur de l'ordre, alors celui-ci ne sera pas exécuté. S'il n'a toujours aucune garantie sur le prix exact qu'il paiera ou recevra, l'opérateur est néanmoins assuré que celui-ci ne franchira pas certains seuils à la hausse ou à la baisse. En revanche, puisque ce type d'ordre est moins porteur de risque, il est donc exécuté après les ordres « *au marché* ». Enfin, l'ordre « *limité* » est le plus sécurisant, puisqu'il fixe définitivement le prix auquel l'opérateur est disposé à acheter ou à vendre. C'est pourquoi il sera exécuté en dernier, après les autres ordres plus risqués. Notons néanmoins que des stratégies plus complexes d'émission des ordres peuvent être mises en place. Par exemple, il est possible à un opérateur d'émettre un ordre de type « *One Cancels the Others* » (OCO), et qui se compose de deux ordres différents, et prévoit que si l'un est exécuté, l'autre est annulé. De même, il est également possible de conditionner l'exécution d'un ordre à celle préalable d'un autre ordre déjà émis.

le plus ancien ayant la priorité. Les opérateurs peuvent ainsi décider du prix auquel ils entendent passer un ordre, mais ils n'ont aucune garantie que leur ordre sera effectivement exécuté à ce prix. L'ordre ne sera exécuté que si deux conditions cumulatives sont remplies. La première est que le cours de marché atteigne le cours stipulé par le donneur d'ordre, et la seconde que l'ordre soit rapproché d'un ordre de sens contraire, ce qu'il suppose qu'il soit le premier dans la liste. Un ordre déjà émis à 15h peut ainsi être exécuté après un ordre émis à 16h, mais qui aurait une nature prioritaire.

Section 2. L'INFLUENCE DE L'ACTIVITÉ SPÉCULATIVE SUR LE PROCESSUS DE FORMATION DES PRIX

152. Il est très important que les prix des différents marchés à terme de matières premières agricoles se forment correctement et reflètent un prix en rapport avec les réalités des marchés physiques. Ils servent en effet d'indicateurs pour une multitude d'opérateurs qui prennent leurs décisions de production ou d'utilisation en fonction des marchés. Les préoccupations des autorités de régulation des marchés ont d'ailleurs été intégrées dans les considérants du règlement n°600/2014 dont le point 29 précise qu'*« [i]l convient d'inclure le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés de matières premières parmi les critères d'intervention par les autorités compétentes afin que des mesures puissent être prises pour contrer d'éventuels effets externes négatifs sur ces marchés induits par des activités sur les marchés financiers. C'est notamment le cas des marchés de matières premières agricoles, qui ont pour objectif de garantir l'approvisionnement sûr en denrées alimentaires de la population. Dans ce cas, les mesures devraient être coordonnées avec les autorités compétentes pour les marchés de matières premières concernés »*²⁴³.

153. En faisant place à la spéculation, les marchés ont modifié le type d'acteurs qui négociaient en leur sein. En effet, les opérateurs intéressés par un contrat qui exige de prendre livraison d'une matière première agricole ne sont pas nécessairement les mêmes que ceux qui sont intéressés par des opérations consistant à gérer des variations de prix (§1). Or, la modification du type d'acteurs en présence peut avoir des répercussions sur la façon dont le prix de marché se détermine, et conduire à des variations endogènes du prix, entendues comme celles qui ne sont dues qu'à des facteur de marché, et non à des facteurs physiques (§2).

²⁴³ Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, 2017.

§1. L'activité spéculative, facteur de modification structurelle du prix de marché

154. La mutation des contrats et des règles de marché afin d'assurer leur liquidité a modifié la typologie de ceux qui s'engagent. Initialement, les principaux opérateurs qui concluaient des contrats sur les marchés dérivés de matières premières étaient ceux dont la profession avait un rapport avec la production ou le commerce des denrées alimentaires, et les spéculateurs occupaient quant à eux une place plus réduite. Mais les opportunités spéculatives offertes par les marchés financiers de matières premières et des modifications sur les contrats ont contribué à augmenter le nombre de spéculateurs au détriment des opérateurs commerciaux, et à diversifier leurs profils²⁴⁴. Ces changements ne sont pas sans incidences sur le prix de marché, même si les frontières entre un opérateur physique et un spéulateur sont à la fois floues, mouvantes et perméables : les spéculateurs ne décident pas toujours d'acheter ou de vendre en fonction des mêmes considérations que les opérateurs physiques. Si les premiers privilégiennent les fondamentaux pour prendre leurs décisions, les seconds accordent également une grande importance aux décisions prises par leurs pairs, conformément à cet adage qui veut qu'il vaille mieux se tromper avec le marché plutôt que d'avoir raison contre lui. Le prix de marché résulte donc de l'appréciation de critères exogènes, tels que la production ou le climat, mais également de critères endogènes découlant de l'appréciation des tendances du marché. « *Autrement dit, les prix sur les marchés financiers [...] sont donc pour une part déterminés par leur propre fonctionnement* »²⁴⁵.

155. Si l'on admet que ces marchés ne sont pas neutres et que le prix qu'ils dégagent influence le monde extérieur, alors ces bouleversements dans la structure des marchés de matières premières doivent amener à s'interroger sur les conséquences qu'ils peuvent avoir sur le prix de marché, et sur la légitimité de celui-ci. Il est en effet très compliqué, voire impossible, de mesurer les conséquences que peut avoir un prix de marché faussé d'une part, et de les contrôler d'autre part. En effet, le Droit étant déjà réticent à apprécier la justesse du prix d'un seul contrat, la question redouble de difficultés lorsque le prix est celui du marché (A). C'est

²⁴⁴ Aux États-Unis, La CFTC classe les opérateurs en 4 catégories différentes : Les producteurs ou transformateurs qui se couvrent contre un risque, les opérateurs qui effectuent des swaps, les fonds (fonds indiciens, fonds de gestion alternative etc.), et enfin une catégorie résiduelle où figurent les opérateurs qui n'entrent pas dans l'une des 3 catégories précédentes. Ces informations sont ensuite mises à la disposition des autres opérateurs sur le site internet de la CFTC.

²⁴⁵ F. COLLART DUTILLEUL, E. LE DOLLEY, *Droit, économie et marchés de matières premières agricoles*, Paris, LGDJ-Lextenso éditions, Droit & Économie, 2013, p. 13.

pourquoi il préfère procéder de façon indirecte en encadrant le processus qui mène à sa détermination (B).

A. Les réticences du droit à apprécier la justesse du prix de vente

156. Dans son acception la plus simple, le prix dans un contrat de vente constitue la « *somme d'argent due par l'acquéreur au vendeur* »²⁴⁶ et découle d'un accord de ces derniers²⁴⁷. Si le prix d'un bien est censé représenter sa valeur, il est forcément compliqué pour le législateur d'établir les règles qui permettent d'apprécier sa justesse. Celle-ci dépend en effet d'une multitude de facteurs dont certains sont intimement liés à la personne des cocontractants, si bien qu'il est « *librement apprécié par les parties, sans nécessairement correspondre à la valeur économique, laquelle est elle-même une notion composite sur laquelle les économistes ne sont pas d'accord* »²⁴⁸. Ainsi, en matière de vente, « *le juge n'a pas à rechercher la justice du prix : des goûts et des couleurs, on ne discute pas* »²⁴⁹. Apprécier la justesse du prix risquerait de porter atteinte à la sécurité juridique des contrats de vente²⁵⁰, et c'est pourquoi il n'y a qu'une seule exception, l'hypothèse de la lésion²⁵¹, laquelle a un champ d'application très limité qui n'inclut pas les contrats financiers sur matières premières agricoles. En dehors de cette hypothèse, le Droit se contente donc d'exiger l'existence d'un prix de vente déterminé ou déterminable, et lorsque le prix d'un contrat de vente est dérisoire, celui-ci est alors considéré comme absent, et le manque d'un élément essentiel du contrat de vente entraîne sa nullité. Par conséquent, même si les juristes peuvent admettre qu'un prix juste constitue une « *contrepartie équitable d'un bien [...] correspondant à sa valeur réelle* »²⁵², l'influence du libéralisme les

²⁴⁶ Association Henri CapitantAssociation Henri Capitant, *Vocabulaire juridique* (dir. Gerard Cornu), Paris, Quadrige, 12^e éd., 2017, V° *prix*.

²⁴⁷ Article 1583 C. civ.

²⁴⁸ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, n°201, p. 153.

²⁴⁹ J. RAYNARD, J.-B. SEUBE, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, Lexis Nexis, Manuel, 9^e éd., 2017, n°137, p. 139.

²⁵⁰ *ibid.*

²⁵¹ *ibid.* ; Le seul cas où le droit exige une certaine corrélation entre le prix du contrat et la valeur du bien concerne la vente d'immeubles, avec l'hypothèse de la rescission pour lésion dans le cas où le prix payé par l'acheteur possède un écart de plus de 7/12^e avec le prix moyen du marché

²⁵² Association Henri CapitantAssociation Henri Capitant, *Vocabulaire juridique* (dir. Gerard Cornu), Paris, Quadrige, 12^e éd., 2017, V° *Juste prix*.

empêche de déterminer quel est le montant de ce prix. Ainsi, même en droit commercial, lorsque les textes font référence à un prix juste, il s'agit du prix du marché²⁵³.

157. Si le contrôle de la justesse du prix d'un contrat par le Droit est déjà complexe, le contrôle du prix de marché l'est encore davantage dans la mesure où il reflète la moyenne de l'ensemble des offres d'achat et de vente qui sont émises sur le marché. De la même façon que Joan ROBINSON, collègue de KEYNES à Cambridge, estimait que « *même si on ne sait pas définir un éléphant, lorsqu'il est dans la pièce, on le reconnaît* »²⁵⁴, admettons que l'on soit capable de reconnaître un prix de marché lorsqu'il est très éloigné de ce qu'il devrait être. Même dans cette hypothèse, il est parfois possible d'imputer l'absence de justesse du prix à une personne déterminée, comme dans l'hypothèse d'une manipulation de marché, mais ce n'est pas toujours le cas. Si l'on compare un prix de marché qui ne serait pas juste à de la pollution, alors chaque opérateur en serait, comme les automobilistes pour la pollution, responsable individuellement pour une infime partie. Pour que le prix de marché soit perturbé, il faudrait qu'une multitude de cocontractants aient émis le souhait puis accepté de conclure un contrat à un prix qui ne serait pas juste. L'erreur d'un seul cocontractant sur la valeur d'un contrat financier n'aurait en effet aucune influence sur le prix global du marché, sauf éventuellement dans l'hypothèse où celui-ci aurait une position largement dominante sur le marché²⁵⁵.

158. Le prix de marché a un caractère collectif, puisqu'il constitue une moyenne arithmétique variant en fonction des différents contrats conclus. En raison de caractère collectif et de la nature singulière des contrats qui composent les opérations financières, le contrôle de la justesse du prix de marché s'avère difficilement conciliable avec les outils classiques du droit civil. Contrôler le prix de marché exige en effet de vérifier un à un le prix de chacun des contrats. Si en théorie la chose est possible, la pratique se heurte à des difficultés insurmontables, à commencer par le nombre de transactions conclues, augmenté par le phénomène de croissance des marchés et rendu exponentiel par le *trading à haute fréquence*²⁵⁶ (V. infra n°288).

²⁵³ Un auteur cite en exemple l'article L. 145-33 du Code de commerce qui précise que « *Le montant des loyers des baux renouvelés ou révisés doit correspondre à la valeur locative* », cette dernière désignant le prix du marché. V. L. RUET, « *Les 4 fonctions du prix* », LPA 2005, n°144, p. 6.

²⁵⁴ *Audition par l'Assemblée nationale de Mr Michel AGLIETTA, conseiller au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII)*, 2010.

²⁵⁵ En réalité, le prix de marché est déterminé par les offres de chaque opérateur, le contrat conclu l'étant ensuite par rapport au prix du marché. Or, le droit des contrats classique ne contrôle pas l'émission d'une offre sous cet angle.

²⁵⁶ Le *trading à haute fréquence* consiste à automatiser les ordres d'achat et de vente afin de profiter d'infimes variations de prix. Il n'est plus question de minutes ni de secondes mais de millisecondes,

159. Les outils traditionnels du droit civil semblent ainsi difficilement adaptables aux spécificités de la finance et c'est pourquoi plutôt que d'encadrer le prix des contrats, les normes visent plutôt à s'assurer que le processus qui mène à la détermination du prix de marché soit exempt de toute manipulation.

B. L'encadrement du processus de détermination du prix de marché par les règles du marché

160. Si économiquement le prix d'un bien résulte bel et bien de la confrontation de l'acheteur et du vendeur, leur rencontre s'organise selon des modalités déterminées par le Droit²⁵⁷. Or, les règles qui gouvernent la rencontre de l'offre et de la demande au sein des marchés financiers n'ont pas pour but immédiat de s'assurer que le prix soit fixé à un montant précis. Ces normes protègent un intérêt totalement différent, puisqu'elles visent à garantir le bon fonctionnement du marché²⁵⁸, qui se déduit d'un fonctionnement harmonieux des négociations, de mesures destinées à prévenir les défaillances, etc. D'une certaine manière, les règles protègent chaque opérateur contre tous les autres, ce qui met en lumière l'aspect multilatéral de ces structures. Même s'il est vrai que le contrat demeure l'unité de base du marché, celui-ci est au contrat ce qu'une cellule est au corps humain : un élément qui fait partie d'un tout. Et dans les deux cas, cet ensemble constitué par la somme de tous les éléments de base. Le fait que les opérateurs doivent s'y soumettre reflète l'aspect multilatéral du marché : même si le contrat y demeure le vecteur des échanges économiques, le fonctionnement des marchés financiers aboutit à ne plus le penser comme une relation bilatérale entre les cocontractants, quand bien même il ne peut se former sans leurs consentements réciproques.

161. Pour autant, le simple fait de se positionner en tant qu'acheteur ou vendeur de l'un de ces contrats va contribuer, avec tous les autres ordres émis sur le marché, à la création du prix de marché. En effet, avant chaque journée de négociation, le marché recueille la totalité des ordres d'achat et de vente de tous les opérateurs, avant de les confronter. Il établit à la suite de cette confrontation un prix de marché qui correspond au prix auquel le plus grand nombre de transactions vont pouvoir avoir lieu. En ce sens, « *le cours de bourse est avant tout un prix :*

certains établissements financiers n'hésitant pas à déplacer leurs locaux pour se rapprocher du marché afin de gagner du temps de transfert de données.

²⁵⁷ L. RUET, « *Les 4 fonctions du prix* », LPA 2005, n°144, p. 4.

²⁵⁸ Art. L. 421-11 C. mon. fin. V. également les articles L 421-3 et L 421-22 du même code.

celui auquel les transactions se réalisent »²⁵⁹. Certains auteurs estiment que ce prix est conforme à la théorie de l'autonomie de la volonté d'une part parce que la volonté de chaque donneur d'ordre contribue à établir ce prix, et d'autre part parce que chacun d'entre eux accepte en entrant sur le marché de se référer à ce prix²⁶⁰, lequel s'impose à eux si ce n'est juridiquement, au moins économiquement.

162. Néanmoins, ce cours de marché est en grande partie théorique puisqu'il est déterminé à partir de transactions qui ne sont pas exécutées pour la plupart. De plus, et comme le rappelle un auteur, « *on sait que lorsque le bien objet de la transaction est traité sur des marchés dérivés, les spéculateurs institutionnels (hedge funds) préfèrent utiliser le niveau de prix du bien futur, pourtant imparfait, en fonction des indications obtenues sur le marché dérivé, pour se faire une idée sur le niveau de prix du bien présent. C'est donc le monde à l'envers, puisque ce n'est plus le prix du bien présent qui va servir à envisager sa valeur future, mais l'inverse, à savoir que sa valeur future va servir d'indication pour se faire une idée sur son prix actuel. En d'autres termes, le prix très bas ou très haut du bien dans le présent n'aura aucun effet sur les spéculateurs, qui continueront leurs manœuvres en fonction des indications obtenues sur les marchés dérivés (exemple type : les spéculations affectant le pétrole depuis 2004 sur les marchés dérivés)* »²⁶¹. Tout cela est rendu possible par les règles des marchés financiers qui ont éloigné son fonctionnement de celui d'un marché physique sur lequel les contrats s'exécutent tous par un transfert de propriété. Cela crée une réaction en chaîne qui va contribuer à l'avènement d'un système qui va influer sur la détermination de certaines denrées, sans que celles-ci soient véritablement échangées.

§2. L'influence des dérives spéculatives sur la formation du prix

163. Bien qu'indispensable au bon fonctionnement du marché, la spéculation peut avoir pour effet de modifier le processus décisionnel des opérateurs et de favoriser l'établissement d'un cours qui ne représente pas exactement l'offre et la demande. En effet, les contrats qui sont à l'origine des marchés à terme de matières premières agricoles ont été utilisés à des fins de

²⁵⁹ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°829, p. 974.

²⁶⁰ D. VALETTE, « Le cours de bourse - Réflexions autour d'une réalité juridique », in Études sur le cours de bourse, Economica, 1997, n°13, p. 7 ; M. GERMAIN, V. MAGNIER, G. RIPERT, R. ROBLOT, *Traité de droit des affaires - Tome 2, Les sociétés commerciales* (dir. Michel Germain), LGDJ, 22^e éd., 2017, n°1873, p. 80 ; T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, p. 974.

²⁶¹ L. RUET, « *Les 4 fonctions du prix* », LPA 2005, n°144, p. 4.

couverture réciproque (V. supra n°66). À cette époque, la conclusion de ces transactions résultait de l'anticipation d'évènements à venir dont les effets allaient influencer le prix des denrées à la hausse ou à la baisse. Dès lors, la décision de chaque opérateur de conclure un contrat résultait de considérations liées exclusivement à la valeur des denrées. Toutefois, les marchés ont favorisé l'apparition de nouveaux spéculateurs n'ayant aucun rapport avec le commerce réel des denrées alimentaires, et ceux-ci sont aujourd'hui présents dans une proportion bien supérieure à celle de ceux qui utilisent réellement ces denrées pour leur activité commerciale.

164. Or, si ces derniers se contentent de spéculer sur les variations de prix, ils ne le font parfois pas tant en considération des facteurs influençant le prix des denrées alimentaires, qu'en fonction des tendances du marché qu'ils anticipent (A). Cet effet est renforcé par l'effet de levier que les règles de marchés ont mis en place et qui multiplie le nombre contrats qu'il est possible de conclure (B).

A. La modification du processus décisionnel des opérateurs

165. Comme le précise Monsieur AGLIETTA, « *En temps normal, la spéculation joue un rôle équilibrant : des acteurs financiers mieux informés que d'autres, découvrant que les prix de certains produits ne correspondent pas à leur valeur réelle, jouent sur le retour des prix à cette valeur. Au contraire, en cas d'incertitude radicale, c'est-à-dire en l'absence de repères permettant d'évaluer les différences, la spéculation ne consiste plus à retrouver un prix d'équilibre entre les variations liées aux chocs du marché : privés de tout déterminant objectif, les acteurs prennent leurs décisions en fonction d'heuristiques qui consistent, finalement, à imiter les autres* »²⁶². Il arrive ainsi qu'une partie des opérateurs n'ait plus pour boussole les facteurs réels qui risquent d'influencer le prix des denrées, mais le comportement des autres opérateurs sur le marché. Ainsi, même si les facteurs réels indiquent qu'il vaudrait mieux se positionner en tant qu'acheteur, si un opérateur constate que ses pairs vont se positionner en tant que vendeurs, il va faire de même en partant du principe qu'il vaut mieux avoir tort avec le marché que raison contre lui. Dès lors, même si les facteurs réels ont une influence sur les décisions des opérateurs financiers, le fonctionnement du marché fait que si un opérateur prend une décision, c'est aussi en fonction de et par rapport à ce qu'il observe chez ses pairs. Ainsi,

²⁶² Audition par l'Assemblée nationale de Mr Michel AGLIETTA, conseiller au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), 2010.

« les spéculateurs adoptent un comportement mimétique, chacun imitant ce que les autres font. Il n'y a donc aucune force de rappel qui maintiendrait les prix dans une limite raisonnable, jusqu'à l'éclatement de la bulle qui entraîne alors un effondrement exagéré des prix »²⁶³. Lorsque ce phénomène touche la majorité des spéculateurs, cela peut donner un caractère « autoréalisateur » aux anticipations : si tous les opérateurs achètent en même temps par crainte que les prix ne montent, ils vont mécaniquement provoquer une augmentation des prix.

Dans ce contexte, le spéulateur qui gagne le plus est celui qui va réussir à anticiper le moment où la tendance va s'inverser, et à acheter juste avant que les prix ne remontent, ou vendre juste avant qu'ils ne chutent, quand bien même les signaux liés à l'économie réelle ne concorderaient pas et lui auraient commandé de prendre cette décision plus tôt ou plus tard. Mais si la masse des opérateurs se trompe, il y a un risque de déconnexion entre les fondamentaux et les opérations réalisées au sein des marchés financiers²⁶⁴. Or, et même si les conséquences de ce phénomène sont difficiles à cerner et à quantifier, pendant toute la période où le marché va se tromper, il va quand même établir un cours qui peut servir de référence à un ensemble de transactions qui n'ont pas lieu sur le marché en lui-même.

B. L'influence de l'effet de levier des contrats financiers sur le prix de marché

166. Afin d'augmenter leur liquidité, les marchés ont modifié les conditions de formation des contrats de sorte que les opérateurs puissent en conclure un nombre plus important, et ainsi favoriser la dilution du risque entre eux (V. supra n°142). Les opérations des marchés réglementés bénéficient en effet d'un « *effet de levier* » qui permet aux opérateurs de conclure un grand nombre de contrats en mobilisant peu de capitaux. Cela offre la possibilité de réaliser de larges profits, mais expose en contrepartie à des pertes importantes. Pour Monsieur Laurent RUET, « *le jeu des effets de levier ruine totalement ces constructions, qui permet au vendeur de se démultiplier et de vendre × fois ce qu'il ne possède pas, de telle sorte que les théories économiques qui n'incorporent pas les évolutions du droit depuis 2001 en matière d'effets de*

²⁶³ I. PARACHKÉVOVA, M. TELLER, L. DESPRÉS, « Spéculation », in Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 643.

²⁶⁴ Il s'agit là du phénomène d'anticipation que décrivait John Maynard Keynes à travers son « *analogie du concours de beauté* ». Ce concours consistait pour chaque participant à choisir parmi une sélection de jeunes filles londoniennes celles qui étaient les plus belles. Le gagnant du concours était celui qui avait sélectionné les jeunes filles qui avaient été le plus choisies par l'ensemble des participants. Dès lors, l'intérêt de chacun était de tenter de deviner celles qui allaient recevoir le plus de votes. Il fallait plus se concentrer sur le comportement des autres acteurs que sur les faits. V. J. M. KEYNES, J. DE LARGENTAYE, H. DE LARGENTAYE-SCHRAMECK, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, 2016, chap. 12, n°V.

levier sont devenues obsolètes, formant de belles pièces de musée. Car l'effet de levier à la baisse ruine en totalité l'utilité marginale du bien. Nous sommes d'ailleurs toujours surpris de constater le degré d'ignorance de ceux qui s'expriment sur le jeu de l'offre et de la demande, jeu qui ne signifie plus rien en présence d'effets de levier ».

167. Pour mieux comprendre le mécanisme de l'effet de levier, rappelons que sur les marchés réglementés, les opérateurs ne doivent pas payer le prix au moment de la formation du contrat, seulement lors de son exécution. Or, dès lors que l'obligation est assortie d'un terme suspensif, celle-ci n'intervient que bien plus tard, et uniquement dans le cas où elle n'est pas « court-circuitée » entre temps par l'utilisation de la faculté de désengagement (V. infra n°338). Grâce aux mécanismes mis en place par les règles de marché afin de permettre à un opérateur de se désengager, le marché peut donc se permettre de prendre le risque qu'il ne soit pas, à l'occasion de la formation du contrat, en mesure d'exécuter celui-ci. D'abord parce que l'exécution du contrat n'aura en pratique presque jamais lieu, et ensuite parce que le marché surveille constamment ceux qui sont engagés, et qu'au moindre risque de défaillance de l'un d'entre eux, des mesures vont pouvoir être prises afin de minimiser l'influence de cette défaillance isolée sur le reste du marché (V. infra n°209).

168. Juridiquement, l'effet de levier résulte du fait que pour conclure un contrat, l'opérateur doit simplement verser une somme qui constitue un dépôt de garantie initial (V. infra n°212), et qui correspond à un pourcentage de la valeur des contrats qu'il va conclure²⁶⁵. Pour que le contrat soit formé, il n'y a donc pas besoin de verser la totalité de la valeur du sous-jacent. Si l'on prend l'exemple d'un contrat à terme dont la valeur serait de 1000€, un opérateur qui souhaiterait le conclure n'aurait besoin de verser que 100€. Il pourrait donc, avec 1000€, conclure jusqu'à 10 contrats, alors même qu'il serait en réalité en mesure d'exécuter un seul d'entre eux²⁶⁶. Puisqu'il va se désengager, il n'aura pas à exécuter les obligations de ces contrats, et percevra une différence de prix correspondant à la différence de valeur de son engagement au jour où il s'engage et au jour où il se retire. Si le prix de marché fait augmenter

²⁶⁵ Les modalités de calcul de ce montant sont déterminées par une instruction d'Euronext. V. LCH.Clearnet SA, Instruction n°IV 2-2, fixant les paramètres de couverture financière concernant le dépôt de garantie pour les dérivés sur actions, indices et marchandises listés sur les marchés dérivés d'Euronext.

²⁶⁶ En ce sens, les contrats optionnels disposent dans une certaine mesure d'un effet de levier intégré, dès lors que la prime que l'acheteur est tenu de verser à l'occasion de la formation du contrat ne constitue qu'une partie de sa valeur. Lorsque le marché permet aux contrats de bénéficier de l'effet de levier, il multiplie donc celui qui existait déjà pour les contrats optionnels, tout en conférant aux contrats à terme un mécanisme dont ils étaient initialement dépourvus.

la valeur de son engagement et que chaque contrat lui rapporte 50€ de bénéfices, il touchera donc 500€. Si au contraire les prix baissent d'autant, il sera débiteur de cette somme.

* * *

*

CONCLUSION DU CHAPITRE I

D'un point de vue juridique, il serait tout à fait possible de concevoir un marché en limitant drastiquement la spéculation, en exigeant par exemple que la livraison des marchandises ait lieu. Les premiers marchés fonctionnaient d'ailleurs ainsi, la spéculation n'étant qu'un accessoire à une activité commerciale. Mais d'un point de vue économique, la spéculation apporte beaucoup au marché en attirant des investisseurs. Pour favoriser son développement, les marchés financiers ont ainsi grandement ajusté les mécanismes du droit des contrats qui permettaient jusqu'alors une « *spéculation modérée* » pour permettre de basculer à une « *spéculation intensive* ». Le droit des contrats a ainsi été mis au service des marchés financiers, qui n'en ont préservé que le minimum afin de faire des contrats jusqu'alors commerciaux des instruments de spéculation. Cependant, s'il peut tout à fait servir de structure aux opérations spéculatives, le droit des contrats n'a pas les outils appropriés pour les contrôler. Beaucoup plus à l'aise pour gérer les relations bilatérales, le droit a déjà assez peu d'outils à sa disposition pour apprécier la justesse du prix d'un seul contrat bilatéral. Se prononcer sur celle d'un prix de marché qui découle d'un système multilatéral ne relève pas de sa compétence. En intégrant les marchés, la spéculation a ainsi commencé à se placer pratiquement hors d'atteinte du droit des contrats pour qui il est de plus en plus difficile de s'en saisir, impliquant de laisser son contrôle aux règles des marchés financiers.

Chapitre II

LE CONTRÔLE DE LA SPÉCULATION PAR LE MARCHÉ

169. L'activité spéculative étant indispensable au bon fonctionnement d'un marché financier, il est économiquement impossible de l'interdire totalement. Cependant, pour attirer la confiance des investisseurs, le marché ne doit pas pouvoir être manipulé par des spéculateurs malhonnêtes. Tout en étant encouragée par les règles de marchés, la spéculation doit donc être empreinte d'une certaine éthique et respecter le processus de formation des prix²⁶⁷. Dans sa définition, la spéculation impose en effet de se soumettre à un risque de perte ; le spéulateur utilise son intelligence afin de tenter de déterminer quelles vont être les variations des prix d'une marchandise, mais les nombreux aléas qui affectent l'économie des matières premières impliquent qu'il puisse se tromper dans ses prédictions, et subir des pertes. Afin d'éviter ou au moins de limiter ce risque, certains ont pris le parti de ne pas se contenter de subir les variations des prix, mais plutôt de les orienter par des manœuvres. Puisque les bénéfices ou les pertes des personnes qui opèrent sur le marché sont calculés en regard du prix de marché, celui qui est en mesure d'exercer une influence sur sa détermination peut augmenter ses gains et limiter ses pertes. Néanmoins, ces actions peuvent avoir des conséquences pour les prix sur le reste des opérateurs et sur le marché dans sa globalité.

170. Ainsi, même dans ces lieux que PROUDHON qualifiait de « *temples de la spéculation* »²⁶⁸, les techniques spéculatives considérées comme nocives pour le marché sont prohibées grâce à un certain nombre de dispositifs (Section 1). La spéculation n'a toutefois pas nécessairement à être frauduleuse pour justifier un encadrement. Le marché se méfie tout autant de l'emballage des prix, et l'entreprise de marché comme la chambre de compensation se permettent parfois d'exercer un contrôle direct sur l'activité des opérateurs (Section 2).

²⁶⁷ M. TOMASI, « *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché* », *Mélanges AEDBF-France IV* 2004, p. 439.

²⁶⁸ P.-J. PROUDHON, *Manuel du spéulateur à la bourse*, Garnier frères (Paris), 4^e édition, 1857, cité par N. HISSUNG-CONVERT, *La spéculation boursière face au droit : 1799-1914*, préface de B. Gallinato, Paris, LGDJ, 2009, Bibliothèque de Droit privé, tome 511, p. 1.

Section 1. LE CONTRÔLE DE LA SPÉCULATION FRAUDULEUSE

171. Comme le précise un auteur, un marché n'est efficient que s'il transmet un prix juste , « *le prix n' [étant] juste que s'il est l'exact reflet de l'information disponible et uniquement de cette information* »²⁶⁹. La justesse du prix suppose donc son objectivité, dans le sens où il doit refléter de façon effective l'état de l'offre et de la demande. Fondamentalement, la spéculation n'est pas considérée comme illicite, et ce n'est jamais la simple recherche du profit qui est visée par les textes. Selon un auteur, « *la spéculation, même hasardeuse, n'est jamais constitutive en tant que telle d'un délit. Elle ne le devient que lorsque l'opération s'accompagne de provocations frauduleuses ou de manœuvres tendant à influencer artificiellement le marché. Lorsque le pari spéculatif cesse de procéder du seul hasard, il perd son caractère aléatoire et caractérise l'infraction de spéculation illicite* »²⁷⁰. Les opérateurs sont libres de vouloir réaliser des profits en spéculant. En revanche, les pratiques qui visent à perturber le processus normal de formation du prix de marché sont interdites.

172. Toutes les législations répriment d'une manière ou d'une autre les actes d'un opérateur qui, pour spéculer, utilise des manœuvres destinées à influer sur les prix. Lorsque cela arrive, l'opérateur réduit voire supprime l'incertitude qui est au fondement de l'opération spéculative. À partir de ce moment, la spéculation est alors considérée comme illicite. D'abord parce que l'un d'entre eux fait primer sa volonté pour influencer les prix et soustraire leur détermination à l'emprise de la loi de l'offre et de la demande. Ensuite parce que cela a pour conséquence de rompre l'égalité entre les différents opérateurs²⁷¹. L'activité spéculative est donc restreinte par les règles de marché, même si celles-ci sont centrées, conformément à l'habilitation étatique de

²⁶⁹ X. LAGARDE, « *Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme ?* », *JCP G* 2005, n°44, p. 13.

²⁷⁰ D. PONTON-GRILLET, « *La spéculation en droit privé* », S. 1990, 161. Dans le même sens, V. également G. RIPERT, *La règle morale dans les obligations civiles*, Paris, LGDJ, 4^e éd., 1949, n° 161, P. 297 : « *du point de vue de la technique juridique, le spéulateur est irréprochable toutes les fois qu'il n'emploie pas de manœuvres frauduleuses [...]. Mais la morale considère comme coupable celui qui spécule sur les besoins d'autrui, tout au moins lorsqu'il recherche dans cette spéculation un bénéfice exagéré* », cité par J.-J. DAIGRE, P. PAILLER, « *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers* », *Rev. sociétés* 2009, n°1, note n°101.

²⁷¹ A.-D. MERVILLE, *La spéculation en droit privé*, thèse Lille, 2003, n° 364 s. ; D. PONTON-GRILLET, « *La spéculation en droit privé* », S. 1990, p. 161 ; M. TOMASI, « *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché* », *Mélanges AEDBF-France IV* 2004, p. 439 s.

l’entreprise de marché qui les édicte²⁷², sur l’intérêt du marché²⁷³ et ne prennent pas en compte les effets que pourrait avoir l’activité spéculative menée au sein des marchés financiers sur le monde extérieur, et *in fine* sur la sécurité alimentaire. En réalité, il s’agit uniquement d’« assurer la protection de ce paradigme de l’économie libérale, qui veut que la rencontre entre l’offre et la demande s’effectue librement et de façon transparente afin que les prix se fixent à leur juste niveau »²⁷⁴. C’est pourquoi même si un certain nombre de comportements pouvant être associés à une activité spéculative sont bel et bien réprimés (§1), cette répression n’est pas adaptée à la protection d’un intérêt extérieur au marché (§2).

§1. Typologie des différentes infractions financières

173. La répression des infractions financières peut venir du droit pénal lorsqu’un « *délit boursier* » est commis – Les textes sanctionnent le délit de manipulation de cours, le délit d’initié ou le délit de fausses informations –, et de la Commission de sanctions de l’Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui va infliger des sanctions administratives en cas de « *manquements* » aux règles qu’elle a édictées²⁷⁵ (A). Ce double système a été critiqué, et le législateur a fini par y mettre fin, consacrant une coopération des autorités administratives et judiciaires, les poursuites ne pouvant être déclenchées que par l’une d’entre elles (B).

A. La dualité des sanctions boursières

174. En dépit d’une proximité évidente dans les éléments constitutifs des infractions pénales et administratives, celles-ci font l’objet de sanctions différentes. La répression pénale s’est principalement faite de manière circonstancielle jusqu’à l’adoption du Code pénal de 1810,

²⁷² T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°478 s., p. 291 s.

²⁷³ Sur la notion d’ordre public appliquée au droit financier, V. T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°72, p. 75. Ces auteurs retiennent les difficultés de rapprocher la notion d’ordre public financier des catégories traditionnelles d’ordre public de direction et de protection, dès lors que « *bon nombre de mécanismes protègent tant l’intérêt général que l’intérêt des investisseurs* »; contra, V. J. MEADEL, *Les marchés financiers et l’ordre public*, préface de M. Germain, Paris, LGDJ, 2005, Bibliothèque de droit privé, tome 478 ; V. également X. LAGARDE, « Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme ? », *JCP G* 2005, n°44, p. 2045 s.

²⁷⁴ E. DEZEUZE, « *Bref survol des contours du délit de manipulation des cours* », *Actualité Juridique Droit Pénal (AJDP)* Dalloz 2011, n°2, p. 61-65.

²⁷⁵ La nature des sanctions prononcées est tout à fait différente, puisque les autorités de régulation des marchés ne peuvent prononcer que des sanctions pécuniaires et administratives, tandis que le droit pénal prévoit également des peines d'emprisonnement.

lequel va consacrer un basculement vers une législation permanente, mais qui opère une codification à droit constant de la réglementation antérieure²⁷⁶. Les articles 419²⁷⁷ et 420²⁷⁸ du Code pénal de 1810 réprimaient le fait de manipuler les prix par des moyens frauduleux, y compris et même surtout sur certaines denrées alimentaires dont le commerce était important à l'époque. L'équivalent de ces textes se trouve au sein de l'article L. 465-2 al. 1 du Code monétaire et financier qui prohibe « *le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur* ». Le délit de diffusion de fausses informations figure à l'article L. 465-1 al. 3 du Code monétaire et financier²⁷⁹. En ce sens, on pourrait penser que le fait de manipuler les prix serait une façon de vicier le consentement des autres opérateurs et de causer ainsi des erreurs.

175. En plus des sanctions prévues par le droit pénal, les opérateurs qui se livrent à des manœuvres destinées à manipuler les cours peuvent être sanctionnés administrativement par l'Autorité des Marchés Financiers. La loi n°89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier a en effet institué la Commission des Opérations de Bourse (COB), qui est devenue ultérieurement l'Autorité des Marchés financiers (AMF) et consacré ainsi une double procédure répressive en l'investissant d'un pouvoir de sanction. Celui-ci pouvait s'exercer à l'encontre d'opérateurs qui ne respectaient pas son règlement général.

²⁷⁶ Pour une analyse détaillée de l'évolution des politiques de répression des manipulations de prix, V. J. MARY, *Etude juridique du délit de spéculation illicite sur denrées et marchandises et de la réforme des articles 419-420 du Code pénal*, thèse Poitiers, 1923.

²⁷⁷ Article 419 du Code pénal de 1810 : « *Tous ceux qui, par des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le public, par des suroffres faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, par réunions ou coalitions entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée, tendant à ne la pas vendre, ou à ne la vendre qu'à un certain prix, ou qui par des voies ou moyens frauduleux quelconques auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers et effets publics au-dessus ou au-dessous des prix qu'aurait déterminés la concurrence naturelle et libre du commerce, seront punis d'un emprisonnement d'un mois au moins, d'un an au plus, et d'une amende de cinq cents francs à dix mille francs. Les coupables pourront de plus être mis, par l'arrêt ou le jugement, sous la surveillance de la haute police pendant deux ans au moins et cinq ans au plus* ».

²⁷⁸ Article 420 du Code pénal de 1810 : « *La peine sera d'un emprisonnement de deux mois au moins et de deux ans au plus, et d'une amende de mille francs à vingt mille francs, si ces manœuvres ont été pratiquées sur grains, grenailles, farines, substances farineuses, pain, vin, ou toute autre boisson. La mise en surveillance qui pourra être prononcée, sera de cinq ans au moins et dix ans au plus* ».

²⁷⁹ Cet article réprime « *le fait pour toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance* ».

176. Le législateur français a rapidement transposé nouvelles règles européennes qui découlent de l'adoption de la directive abus de marché du 16 avril 2014 et qui remplace la précédente directive du même nom qui datait de 2003. La réforme a notamment pour effet d'étendre le champ d'application des manquements d'initié et de manipulation de cours aux transactions portant sur des contrats commerciaux. L'organisation générale des abus de marchés reste identique dans la structure, ceux-ci étant divisés en deux catégories : les opérations d'initié d'une part et les manipulations de marché d'autre part. En revanche, certaines dispositions sont maintenant spécifiques aux produits de base, entendus comme « *tout bien fongible pouvant être livré, en ce compris [...] les produits agricoles [...]* »²⁸⁰.

177. Lorsqu'il concerne les produits de base, le contenu de l'opération d'initié est décrit à l'article 621-2 du règlement général de l'AMF²⁸¹. Comme pour une opération d'initié classique, il s'agit pour un opérateur d'utiliser une information qui aurait normalement dû être transmise aux autres opérateurs conformément aux règles du marché. Il est ainsi interdit à un opérateur d'acquérir des produits de base lorsqu'il est en possession d'une information privilégiée, et il est également interdit « *d'effectuer des opérations ou [d'] émettre des ordres qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses sur le prix ou la valeur de contrats commerciaux ou qui les fixent à un niveau anormal ou artificiel* »²⁸². L'absence de jurisprudence rend la tâche d'analyser l'effectivité de ce texte compliquée. Même si en théorie, le champ d'application de l'infraction de l'opération d'initié a ainsi été étendu aux opérations portant sur des produits de base, il apparaît compliqué de simplement opérer une extension du champ d'application d'une infraction pensée pour s'appliquer à des produits de base. En effet, les marchés de titres financiers et les marchés de matières premières obéissent à des logiques complètement différentes. Par exemple, dans le cas du délit d'initié, certaines personnes n'ont pas le droit de conclure des contrats sur certains titres financiers dans l'hypothèse où leur

²⁸⁰ Art. 611-1 du Règlement général de l'AMF.

²⁸¹ Article 621-2 du règlement général de l'AMF : « *Pour les instruments financiers dérivés sur produits de base et les contrats commerciaux constitue une information privilégiée une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments financiers dérivés ou ces contrats commerciaux et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments financiers dérivés ou ces contrats commerciaux sont négociés s'attendraient à recevoir conformément aux pratiques de marché admises sur ces marchés, lorsque cette information :* » 1° Est périodiquement mise à la disposition de leurs utilisateurs ou ; 2° Est rendue publique en application de la loi, des règlements ou des règles de marché, de contrats ou d'usages propres au marché du produit de base sous-jacent ou au marché d'instruments (Arrêté du 5 juin 2014) « *financiers* » dérivés sur produits de base concernés. »

²⁸² Autorité des Marchés Financiers, « *Rapport annuel de l'Autorité des Marchés Financiers* », 2014, p. 102.

profession leur donne accès à des informations privilégiées (ex : un achat de titre en prévision de l'annonce par une société cotée d'une innovation majeure). L'une des raisons que l'on peut évoquer tient au fait que par nature, certains opérateurs sont, dans une certaine mesure, naturellement en position d'initié du fait de leur profession, et que ce sont ceux qui ont le plus besoin des marchés.

178. Les manipulations de marché se divisent en deux manquements distincts : les manipulations de cours²⁸³ et délit de diffusion de fausses informations²⁸⁴. Les deux infractions consistent à tenter d'influer directement sur le prix de marché en concluant des contrats destinés à tromper les autres opérateurs, soit en les incitant eux-mêmes à conclure des contrats en diffusant des informations inexactes.

B. La nature administrative ou pénale des poursuites

179. Les infractions boursières pouvaient donc être sanctionnées à la fois au niveau pénal et au niveau administratif, chacun d'entre eux ayant ses avantages et ses inconvénients. La

²⁸³ Article 631-1 du règlement général de l'AMF : « *Toute personne doit s'abstenir de procéder (Arrêté du 5 juin 2014) « ou de tenter de procéder » à des manipulations de cours.*

Constitue une manipulation de cours :

1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :

a) Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours (Arrêté du 5 juin 2014) « *d'instruments financiers ou le prix ou la valeur de contrats commerciaux* » ;

b) Qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers (Arrêté du 5 juin 2014) « *ou le prix ou la valeur de contrats commerciaux* », à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné (Arrêté du 5 juin 2014) « *ou sur le système multilatéral de négociation défini à l'article L. 424-1 du code monétaire et financier concerné* » ;

2° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.

En particulier, constituent des manipulations de cours :

a) Le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier (Arrêté du 5 juin 2014) « *ou d'un produit de base au moyen d'un contrat commercial* », avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables ;

(Arrêté du 5 juin 2014) « *b) Le fait d'émettre, au moment de l'ouverture ou de la clôture ou, le cas échéant, lors du fixage du marché, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers ou de contrats commerciaux ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ou pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours concernés.* »

²⁸⁴ Article 632-1 du règlement général de l'AMF : « *Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers (Arrêté du 5 juin 2014) « ou sur des produits de base », y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses.* »

procédure administrative permettait d'infliger relativement rapidement des amendes très lourdes, tandis que la procédure pénale pouvait déboucher sur des peines d'emprisonnement²⁸⁵. Toutefois, ce système répressif présentait l'inconvénient majeur d'entrer en contradiction avec le principe « *non bis in idem* »²⁸⁶. Même si en pratique, les sanctions pénales étaient rares et que les sanctions administratives leur étaient préférées²⁸⁷, des cas de cumul d'infractions étaient susceptibles d'apparaître.

Ce système a été sanctionné par une décision du Conseil Constitutionnel du 18 mars 2015. Mais contrairement à la CJCE qui s'était prononcée sur une affaire similaire quelques mois plus tôt²⁸⁸, la juridiction française ne s'est pas basée sur le principe *non bis in idem*, mais sur l'article 8 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen (DDHC)²⁸⁹, qui précise que « *le principe de nécessité des délits et des peines ne fait pas obstacle à ce que les mêmes faits commis par une même personne puissent faire l'objet de poursuites différentes aux fins de sanctions de nature administrative ou pénale en application de corps de règles distincts devant leur propre ordre de juridiction* »²⁹⁰. En l'espèce, les infractions sont trop proches, car elles sont qualifiées de la même manière, répriment les mêmes comportements²⁹¹, protègent les

²⁸⁵ Rapport annuel de l'autorité des marchés financiers, 2014, p. 3.

²⁸⁶ V. notamment, M. NORD-WAGNER, « *La double sanction des infractions boursières à l'épreuve du principe non bis in idem* », AJ Pénal 2011, n°2, p. 67.

²⁸⁷ Un rapport de l'AMF précise ainsi que « *au cours des dix dernières années aucune peine de prison ferme n'a été infligée, les amendes dont le plafond est très inférieur à celui des sanctions administratives (1,5 million € contre 100 millions €) ont été sans commune mesure avec les sanctions administratives (2,2 millions € contre 117 millions €) et dans 80 % des cas imputées sur celles-ci. Surtout, les délais de jugement ont été beaucoup plus longs : plus de 10 ans, voire 12 ou 14 ans dans certains cas contre 2 ans et demi en moyenne dans la voie administrative. Les cas réels de cumuls de sanctions pénales et administratives ont en outre été extrêmement rares en pratique, à peine plus d'un cas par an* ». V. Groupe de travail de l'Autorité des marchés financiers, « *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché - Proposition de réforme* », 19 mai 2015, p. ii/ix.

²⁸⁸ Dans une décision du 4 mars 2014, la CJCE avait condamné le système italien qui comportait également une double répression des infractions boursières, et sa décision aurait tout à fait été transposable au système français. La juridiction a estimé que ce système portait atteinte au principe *non bis in idem*. V. J.-J. DAIGRE, « *Non cumul des poursuites et des peines : sauver l'essentiel ?* », Rev. Banque 2015, n°159, .

²⁸⁹ Art. 8 de la DDHC : « *La loi ne doit établir que des peines strictement et évidemment nécessaires, et nul ne peut être puni qu'en vertu d'une loi établie et promulguée antérieurement au délit, et légalement appliquée* ».

²⁹⁰ Pour de plus amples développements sur la question, V. A.-V. LE FUR, D. SCHMIDT, « *La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel* », D. 2015, n°15, p. 894 ; J.-J. DAIGRE, « *Le Conseil constitutionnel sanctionne le cumul des sanctions...* », Rev. Banque 2015, n°160, ; N. RONTCHEVSKY, « *Le Conseil constitutionnel met fin au cumul de poursuites et de sanctions pénales et administratives pour manquement et pour délit d'initié et impose une réforme du cadre répressif des abus de marché* », RTD com. 2015, note sous CC n° 2015-453/454 et 2015/462, p. 317.

²⁹¹ Conseil constitutionnel, 18 mars 2015, Décision n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC, §24.

mêmes intérêts sociaux²⁹², et sont passibles de sanctions similaires²⁹³. Ainsi, sauf dans les cas où l’infraction est commise par un professionnel, les sanctions encourues par le contrevenant relèvent de l’ordre judiciaire²⁹⁴. Ainsi, l’article L. 465-3-6 du Code monétaire et financier, introduit par la loi du 24 juin 2016, exige une coopération entre l’AMF et le parquet national financier²⁹⁵, chacune devant informer l’autre de son intention de poursuivre l’auteur d’une infraction, ce qui aboutit à une situation dans laquelle « *les poursuites [sont] engagées par l'une avec l'aval de l'autre* »²⁹⁶.

180. Ces sanctions et modes de poursuite sont indispensables au bon fonctionnement du marché. Seulement, ils ne sont adaptés qu’à la protection du marché lui-même, pas du tout à la protection d’intérêts qui lui seraient extérieurs, alors même que des événements qui affecteraient le prix de marché pourraient avoir de lourdes répercussions sur ceux qui n’en font pas partie, et qui ne bénéficieront pas des protections qu’il met en place.

§2. L’inefficacité des sanctions au regard de la sécurité alimentaire

181. Même si les marchés sanctionnent les opérateurs qui se livrent à des pratiques spéculatives frauduleuses, les sanctions prévues n’ont pas le pouvoir de réparer tous les torts qui peuvent être causés, ceux-ci étant par ailleurs très difficiles à évaluer, ce qui est une difficulté rencontrée fréquemment en droit pénal. En effet, les transactions conclues sur les marchés sont formées à partir de contrats qui produisent des effets dans la durée. Lorsque le prix de marché qui en découle se retrouve affecté par l’infraction d’un ou plusieurs opérateurs, la perturbation induite va se répercuter au sein du marché et va potentiellement déclencher des réactions de la part d’autres opérateurs.

182. Dans l’intervalle de temps qui sépare la commission de l’infraction et une intervention des autorités de régulation, plusieurs ordres d’achats ou de vente peuvent être émis en réaction à des signaux incitant à tort à l’achat ou à la vente et influer sur le prix de marché à la hausse ou à la baisse, avec d’éventuelles conséquences sur les contrats conclus à l’extérieur du marché. Bien qu’indispensable, le contrôle *a posteriori* de la spéulation frauduleuse ne peut donc que ramener le prix vers un équilibre qu’il a quitté, mais est tout à fait incapable de revenir sur les

²⁹² Ibid, §25.

²⁹³ Ibid, §26.

²⁹⁴ Ibid, §27.

²⁹⁵ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°169 s., p. 123 s.

²⁹⁶ *ibid.*, n°170, p. 124.

effets que le prix ainsi faussé a eus sur l'extérieur du marché. Même si elle a le mérite d'exister, la répression de la spéculation frauduleuse n'est pas à même de revenir sur la totalité des effets qu'elle peut engendrer pour les autres opérateurs, et *a fortiori* pour ceux qui ne sont pas présents sur le marché, mais qui l'utilisent comme boussole pour aiguiller leurs décisions d'investissement ou de production.

183. La spéculation illicite n'est toutefois pas la seule à être contrôlée. Même une activité spéculative saine, entendue ici comme celle qui ne repose pas sur des infractions pénales ou administratives est également encadrée par les règles juridiques applicables aux marchés financiers.

Section 2. LE CONTRÔLE DE LA SPÉCULATION LICITE

184. L'un des principaux obstacles à la maîtrise de la spéculation réside dans le caractère absolument identique des contrats utilisés pour spéculer. Du fait de la standardisation des contrats (V. supra n°147), il est impossible de déterminer si l'objectif des parties est de se couvrir ou de spéculer. Or, attendre l'exécution du contrat pour voir si un opérateur se désengage ou s'il attend la survenance du terme pour prendre livraison de la marchandise ne peut pas constituer un mécanisme de contrôle efficace, le prix de marché ayant déjà été affecté à ce stade. Afin de ne pas être dépassée par des excès de spéculation pouvant déboucher sur la formation de bulles pouvant éclater, l'Union européenne a encouragé les marchés financiers à se doter de mécanisme de contrôle qui touchent directement à la « capacité » de contracter des opérateurs. En Europe, l'adoption de la directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 (dite directive MIFID II) a concrétisé le souhait d'une plus grande régulation des marchés émis au cours de la réunion du G20 à Pittsburgh en signalant dès ses considérants²⁹⁷ qu'il fallait que les marchés puissent procéder à un contrôle du processus de formation des prix en affectant directement les positions des opérateurs (§1). Ce contrôle individuel se double d'un contrôle plus global à travers des mesures que le marché peut prendre à l'égard de l'ensemble des opérateurs du marché (§2).

²⁹⁷ Considérant 126 de la directive MIFID II : « *Outre les autres pouvoirs dont elles disposent, les autorités compétentes devraient explicitement avoir le pouvoir d'obtenir des informations de toute personne concernant le volume et la finalité d'une position sur des contrats dérivés sur matières premières, et de demander à la personne de prendre des mesures pour réduire le volume de cette position sur des contrats dérivés.* »

§1. Le contrôle direct des opérateurs

185. Schématiquement, les restrictions au pouvoir de contracter peuvent s'exercer de deux manières. De façon préventive, les règles de marché prévoient un certain nombre de conditions à remplir pour qu'un opérateur puisse s'engager (A). Une fois engagé, le contrôle ne cesse pas pour autant au regard de la nature de l'engagement qui a vocation à s'étaler dans le temps. Un contrôle continu est donc également exercé (B).

A. Les contrôles préalables à la formation du contrat

186. Le contrôle préventif peut d'abord être opéré de manière indirecte, en augmentant le montant de la couverture imposée pour la conclusion de tout contrat (V. infra n°212), et dont la valeur correspond économiquement à une fraction de la valeur du contrat²⁹⁸. Si par exemple la somme à verser pour conclure un contrat financier relatif à du blé est de 10% de la valeur d'un contrat à 100€, en augmentant cette somme à 20%, le nombre de contrats qu'il est possible de conclure est divisé par deux.

187. Le contrôle peut également être opéré de directement, en limitant le nombre de positions qu'un même opérateur peut détenir. Afin d'éviter qu'un seul opérateur ne soit en position d'influencer seul les prix du marché, la réglementation prévoit en effet que l'entreprise de marché peut interdire aux opérateurs de conclure un nombre de contrats trop importants. Cette technique constitue « *l'équivalent de la réglementation des franchissements de seuils en capital et en droit de vote existant sur les marchés d'actions* »²⁹⁹. Dans le principe, cette technique existe depuis plusieurs années, puisqu'aux États-Unis, le *Commodity Exchange Act* de 1936 a établi des limites de positions. Même si elles ont d'abord été allégées pendant la période de dérégulation des années 1980, elles ont ensuite été relevées en 2010 par le *Dodd Frank Act*. Dans le même esprit, les règles de LCH.Clearnet SA établissent des limites aux positions que peuvent détenir les donneurs d'ordres³⁰⁰. Par instruction, l'organisme compensateur va déterminer les modalités de fixation de la limite d'emprise pour chacun des contrats à terme de

²⁹⁸ Bien que le montant à verser soit toujours inférieur à la valeur du contrat, l'entreprise de marché dispose de la faculté de contrôler le montant de la somme à verser. Lorsqu'elle souhaite limiter la conclusion de nouveaux contrats, elle peut alors augmenter les sommes à verser, et les diminuer ultérieurement si elle l'estime opportun.

²⁹⁹ S. TORCK, « *Quel contrôle du risque-prix par le marché ?* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013p. 227.

³⁰⁰ Article 4.1.0.5 des LCH.Clearnet SA, Règles de compensation LCH.Clearnet SA.

marchandise³⁰¹. La charge de vérifier que ces limites, qui vont être révisées à chaque échéance³⁰², ne sont pas atteintes revient aux Adhérents compensateurs. Ils doivent veiller à ce que « *les positions tenues pour leur compte propre et pour chacun de leurs Membre(s) Négociateur(s) ou Client(s) ne dépasse pas la limite d'emprise de Position Ouverte autorisée comme définie et publiée par LCH.Clearnet SA* »³⁰³. Concrètement, cette limite correspond au nombre maximal de contrats à l'achat ou à la vente qu'un seul opérateur peut détenir.

188. La régulation du marché des matières premières a été intensifiée par la loi dite « *de séparation et de régulation des activités bancaires* » du 26 juillet 2013³⁰⁴. En plus d'étendre les compétences de l'AMF à la surveillance des marchés de matières premières, ce texte a imposé de nouvelles obligations aux acteurs intervenant sur les marchés de matières premières via la modification et l'introduction d'un certain nombre de dispositions du Code monétaire et financier³⁰⁵.

Toute personne détenant des instruments financiers dont le sous-jacent est, en tout ou partie, une matière première agricole doit, au-delà d'un certain seuil, en faire la déclaration à l'AMF³⁰⁶. Pour certaines personnes morales³⁰⁷, ce devoir est complété d'une part par une obligation de présenter un rapport annuel précisant les moyens qu'elles mettent en œuvre pour éviter de déstabiliser le cours du marché sur lequel elles détiennent des positions ouvertes³⁰⁸; et d'autre part par une interdiction de constituer des stocks physiques de matières premières agricoles dans le but d'influer sur le cours des marchés sur lesquels elle détient des positions³⁰⁹. L'AMF publiera ensuite un rapport hebdomadaire afin d'informer les membres du marché des positions détenues par leurs pairs.

Introduit par ce texte, l'article L. 421-16-2 précise que « dans les conditions fixées par son règlement général, l'Autorité des marchés financiers impose des limites aux positions sur

³⁰¹ LCH.Clearnet SA, Instruction n°IV.1-1.

³⁰² Art. 2 de l'instruction LCH.Clearnet SA n°IV.1-1.

³⁰³ Art. 1 de l'instruction LCH.Clearnet SA n°IV.1-1.

³⁰⁴ Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires..

³⁰⁵ Art. L. 420-11 et L. 420-15 du Code monétaire et financier.

³⁰⁶ Art. L. 451-5 C. mon. fin. : « *Toute personne détenant des instruments financiers dont le sous-jacent est constitué, en tout ou partie, d'une matière première agricole, au-delà d'un seuil de détention fixé pour chaque matière première concernée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et dans les conditions fixées par ce dernier, communique quotidiennement le détail de ses positions à l'Autorité des marchés financiers* ».

³⁰⁷ Il s'agit des personnes morales indiquées à l'article L. 511-1 du Code monétaire et financier, à savoir les établissements de crédit et les sociétés de financement.

³⁰⁸ Art. L. 511-4-2 C. mon. fin.

³⁰⁹ Art. L. 511-1-8 C. mon. fin.

instruments financiers dont le sous-jacent est une matière première agricole qu'une personne est autorisée à détenir et fixe des dérogations notamment lorsque les positions en cause ont été constituées à des fins de couverture »³¹⁰.

La directive MIFID II va également contribuer à l'établissement d'un régime particulier dédié au contrôle des positions pour les instruments dérivés sur matières premières. Depuis le sommet du G20 qui s'est tenu à Cannes en 2011, les premières mesures visant à limiter concrètement le nombre de contrats qu'un seul opérateur pouvait détenir ont été réclamées. Le titre IV de la directive prévoit ainsi que « *Les États membres veillent à ce que les autorités compétentes, conformément à la méthodologie de calcul déterminée par l'AEMF, établissent et appliquent des limites de positions sur la taille d'une position nette qu'une personne peut détenir à tout moment sur les instruments dérivés sur matières premières négociées sur des plates-formes de négociation et sur les contrats de gré à gré économiquement équivalents* »³¹¹. Le souci du législateur est double puisque le but de ces limites est d'une part de « *prévenir les abus de marché* », et d'autre part de « *favoriser une cotation ordonnée et un règlement efficace, y compris en évitant les positions faussant le marché, et en veillant en particulier à la convergence entre les prix des instruments dérivés pendant le mois de livraison et les prix au comptant de la matière première sous-jacente, sans préjudice de la détermination des prix sur le marché pour les matières premières sous-jacentes* »³¹². La souplesse est l'un des intérêts principaux de ces limites de positions, leur calcul prenant en considération un grand nombre

³¹⁰ Il convient toutefois de s'interroger sur la définition de la « *couverture* ». Certes, il peut s'agir de la couverture qu'un opérateur sur le marché physique va prendre sur le marché financier. Si l'on ne retient que cette acception de la couverture, un grand nombre d'opérateurs se retrouveraient limités dans les positions qu'ils peuvent détenir, les opérateurs physiques étant loin d'être majoritaires. Mais la notion de couverture peut aussi renvoyer à l'hypothèse dans laquelle un établissement de crédit qui est exposé à un risque dans le cadre de son activité habituelle va prendre position sur des instruments financiers ayant pour sous-jacent des denrées alimentaires afin de constituer un portefeuille lui permettant de se couvrir. Cette problématique s'est déjà posée aux États-Unis où une distinction est faite entre la bonne et la mauvaise spéculation, et où la bonne spéculation n'est pas seulement celle qui est liée à un commerce physique des denrées alimentaires. Les autorités chargées de la régulation des marchés financiers des États-Unis consacrent une distinction entre la bonne spéculation, le « *bona fide hedging* » et la mauvaise spéculation, laquelle sert de fondement pour encadrer les activités spéculatives. Les spéculateurs classiques sont ainsi soumis à des limitations diverses destinées à s'assurer qu'ils ne portent pas atteinte au bon fonctionnement du marché. Les acteurs qui au contraire sont qualifiés de « *bons spéculateurs* » sont quant à eux exonérés de ces limitations. Néanmoins, un « *bon spéulateur* » n'est pas nécessairement un opérateur ayant un lien avec la filière physique. Il s'agit simplement d'un opérateur dont l'activité spéculative est jugée utile pour le marché.

<https://definitions.uslegal.com/b/bona-fide-hedging-transactions-and-positions/>

³¹¹ Art. 57 de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, 2014

³¹² *ibid.*

d'éléments dont la directive donne une liste non exhaustive et donc susceptible d'être étendue si nécessaire³¹³. En outre, la directive prévoit également des exemptions à ces limites pour les acteurs non financiers, lorsque les prises de position s'inscrivent dans le cadre de leur activité commerciale, avec une optique de couverture³¹⁴. Enfin, les considérants de la directive mettent également en garde les autorités de régulation contre les stratégies qui pourraient être utilisées pour contourner les limites de position, tout particulièrement la création de nouveaux instruments financiers³¹⁵.

B. Les contrôles continus au cours de la phase d'exécution du contrat

189. La conclusion de tout contrat suppose que l'opérateur soit en permanence en mesure de répondre à ses engagements, et la chambre de compensation s'en assure en exigeant de lui la constitution d'une couverture initiale à l'occasion de la conclusion du contrat, et procède ensuite à une surveillance continue en renouvelant périodiquement cette exigence de façon régulière aussi longtemps qu'il reste engagé³¹⁶.

Le défaut de couverture initiale pourrait être appréhendé comme une condition de validité du contrat, mais il n'en est rien. En pratique, ce sont les intermédiaires qui sont tenus d'exiger de leurs donneurs d'ordres le versement d'un dépôt de garantie. À défaut, ils sont censés refuser de transmettre l'ordre au marché, ce qui empêche alors la formation de tout contrat et par extension de toute opération de marché. Bien évidemment, dès lors qu'une obligation existe, il est possible que celle-ci ne soit pas exécutée correctement, ou pas exécutée du tout. Dans cette hypothèse, la sanction ne saurait être la nullité du contrat. Cela se révèlerait inadapté au fonctionnement du marché qui assure à chaque opérateur qu'il ne subira pas les conséquences d'une inexécution de son cocontractant initial via l'intervention du marché. Supposons que *Primus* s'engage avec *Secundus*, que ce dernier n'ait pas constitué de couverture et que son Adhérent ait tout de même procédé à l'enregistrement de la transaction. Si la nullité était

³¹³ L'article 58 de la directive 2014/65/UE prévoit que la méthode de calcul de limites de position doit intégrer au minimum : « *a) la durée des contrats dérivés sur matières premières; b) la quantité livrable de la matière première sous-jacente; c) la position ouverte globale sur ce contrat et la position ouverte globale sur d'autres instruments financiers ayant la même matière première sous-jacente; d) la volatilité sur les marchés pertinents, y compris les instruments dérivés de substitution et les marchés des matières premières sous-jacents; e) le nombre et la taille des participants du marché; f) les caractéristiques du marché des matières premières sous-jacent, y compris les caractéristiques de production, de consommation et d'acheminement vers le marché des matières premières; g) l'élaboration de nouveaux contrats* ».

³¹⁴ Considérant n°22 de la directive 2014/65/UE

³¹⁵ Considérants n°130 et n°131 de la directive 2014/65/UE.

³¹⁶ Art. 541-24 RG AMF.

retenue, *Primus* serait tenu d'émettre un nouvel ordre, sans être assuré de s'engager au même prix qu'auparavant. Si d'un point de vue purement juridique, une telle méthode est parfaitement possible, cela risquerait de provoquer une défiance des opérateurs vis-à-vis du marché, et ce dernier a trop besoin de liquidité pour pouvoir retenir cette solution.

190. Le versement d'une couverture périodique vise quant à lui à s'assurer qu'une fois engagés, les donneurs d'ordres ont la capacité d'assumer les variations de prix qui leur seraient défavorables. En cas de manquement à cette obligation, la chambre de compensation peut procéder à la liquidation d'office de l'adhérent compensateur défaillant, tandis que l'adhérent compensateur peut y procéder en cas de défaillance du donneur d'ordre. Elle bénéficie également de prérogatives particulières³¹⁷ puisque si un adhérent compensateur ou un donneur d'ordre atteint les limites de position fixées, elle peut refuser l'enregistrement d'une nouvelle position qui aurait pour effet de les faire franchir³¹⁸. En outre, elle peut également « *décider d'augmenter la couverture relative aux positions prises par l'adhérent ou le client, ou mettre ceux-ci en demeure de réduire leur position ouverte dans un délai déterminé par elle, la non-réduction de cette position l'autorisant à procéder à la liquidation d'office des positions en excédant par rapport à la position couverte autorisée* »³¹⁹.

§2. Le contrôle des variations de prix

191. L'un des grands paradoxes des règles applicables aux marchés financiers, c'est de contenir de nombreuses dispositions destinées à préserver le processus de formation du prix de toutes manipulations d'une part, et d'en contenir permettant de le contrôler d'autre part. L'histoire comportant un grand nombre d'exemples de bulles spéculatives qui ont éclaté, il est aisément de comprendre l'utilité de ce type de dispositions, qui consistent à pouvoir suspendre les négociations lorsque les prix varient de façon trop importante.

192. Même en l'absence de toute manipulation, il peut arriver que les contrats conclus par les opérateurs aboutissent à des variations importantes du prix de marché dans un laps de temps très court. Dans cette hypothèse, l'entreprise de marché dispose du pouvoir de suspendre

³¹⁷ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°596 s., p. 361.

³¹⁸ Art. 541-34 al. 2 RG AMF.

³¹⁹ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°596, p. 361 ; Art. 4.1.0.6 et 4.1.0.7 des règles de la compensation de LCH Clearnet SA.

temporairement les négociations d'un instrument financier. L'article 514-3 du règlement général de l'AMF précise en effet que « *les règles du marché fixent les principes applicables en matière de suspension des négociations* »³²⁰, celles-ci devant tenir compte des spécificités propres à chaque instrument financier. Si l'on fait abstraction des calculs mathématiques qui vont varier en fonction de l'instrument financier concerné, le système fonctionne comme suit : lorsque le prix de marché varie d'une façon trop forte à la hausse ou à la baisse par rapport au prix de marché en vigueur au moment de l'ouverture de la journée de négociations, alors ces dernières sont interrompues. Il est donc impossible de conclure de nouveaux contrats pendant un certain laps de temps. Si ce mécanisme de « *coupe-circuit* » a pour mérite de permettre de calmer les opérateurs et d'éviter qu'ils ne concluent hâtivement des contrats et augmentent encore la volatilité du prix de marché. Or, force est de constater que conceptuellement, le simple fait de refuser que les prix s'envolent ou s'effondrent procède d'une appréciation souveraine de ce qu'est le prix "normal", et qu'il s'agit donc d'une atteinte au processus de formation du prix par le jeu de rencontre de l'offre et de la demande.

193. La possibilité de suspendre les négociations est une prérogative de l'entreprise de marché qui correspond à la mise en place d'une interdiction temporaire de contracter. Si en Europe le principe d'une telle faculté résulte des règles harmonisées d'Euronext³²¹, l'édition des règles conditionnant sa mise en œuvre figure en revanche au sein des règles de marché non

³²⁰ L'article 514-3 du règlement général de l'AMF est le suivant : « *Les règles du marché fixent les principes applicables en matière de suspension des négociations.* (Arrêté du 15 janvier 2015) « *Elles prévoient également les conditions : a) D'interruption technique des négociations d'un instrument financier en cas de fluctuation importante du prix de cet instrument financier sur le marché, notamment lorsque la variation du cours atteint, pendant une même séance ou d'une séance à l'autre, l'un des seuils fixés par l'entreprise de marché ; b) Dans lesquelles les ordres dépassant des seuils de volume et de prix préalablement définis ou des ordres manifestement erronés sont rejetés.* » *Les règles du marché régissant les variations de cours tiennent compte du modèle de marché ainsi que des caractéristiques des instruments financiers négociés. L'entreprise de marché doit disposer de moyens lui permettant de vérifier la cohérence des prix résultant des transactions* ».

³²¹ L'article 5401/1 des règles harmonisées du marché Euronext prévoit que « *l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente peut mettre fin à une séance de négociation pour un ou plusieurs Instruments Dérivés dans le but de préserver le bon fonctionnement du marché. Les procédures de cessation ou de reprise d'une séance de Négociation sont détaillées dans les Procédures de Négociation* ». L'article 5402/1 des règles harmonisées indique quant à lui que: « *Sans préjudice des actions qui peuvent être prises en application du Chapitre 9, l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente peut suspendre ou limiter l'accès à la négociation d'un Instrument Dérivé, ou prendre toute autre mesure jugée nécessaire, en vue de maintenir le bon fonctionnement du marché. Toute suspension ou restriction ainsi que toute reprise de l'accès à la négociation, ou la mise en œuvre comme la révocation de toute autre mesure prise dans ce cadre, sont publiées par l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente de la façon jugée la plus adaptée aux circonstances et confirmées, le cas échéant, par Avis* ».

harmonisées³²², même si les marchés de Londres³²³, Amsterdam³²⁴ et Lisbonne³²⁵ se sont dotés de cette faculté, mais pas celui de Bruxelles. S’agissant d’Euronext Paris, ces règles figurent aux articles P/M 2.3.1 et suivants des règles de marché non harmonisées qui précisent que « *Euronext Paris peut suspendre, pour une durée qu’elle fixe, la négociation d’un contrat à terme sur une ou plusieurs échéances ou séries d’options pour lesquelles il n’existe pas de position ouverte ou différer l’ouverture de nouvelles échéances ou séries d’options* ».

194. Ce système est l’équivalent de celui existant sur le marché des titres financiers, pour lesquels la réglementation permet un contrôle de la volatilité du prix de certains titres³²⁶. Les règles harmonisées d’Euronext précisent qu’il s’exerce de deux façons : la première consiste à différer l’exécution des ordres et la seconde à interrompre complètement les négociations³²⁷. En outre, l’article 514-4 du règlement général de l’AMF précise que « *Les règles du marché prévoient les conditions dans lesquelles l’entreprise de marché est habilitée à annuler une ou plusieurs transactions (Arrêté du 15 janvier 2015) » ou, dans des cas exceptionnels, des transactions manifestement erronées ou irrégulières* ». *Elles précisent les modalités d’information du marché* ».

³²² Les règles des marchés réglementés se divisent en deux sections. D’un côté les règles harmonisées qui sont les mêmes pour tous les marchés d’Euronext, et de l’autre les règles non harmonisées qui s’appliquent de façon individuelle aux marchés sur lesquels elles sont en vigueur.

³²³ Pour la bourse de Londres, cette faculté est précisée aux articles 2.5.1 et 2.5.2 de ses règles non harmonisées : Art. 2.5.1 : « *Without prejudice to the powers of the Board to take steps under Market Rule 2.6, the Board shall implement procedures pursuant to Euronext Rule 4403/2 whereby two or more designated Exchange Officials shall be empowered to restrict or suspend business on the Market in any Financial Instrument at any time if in their opinion such restriction or suspension is necessary in the interests of the Exchange, or of its Members, or to maintain a fair and orderly Market. Such procedures shall make provision for the resumption of business on the Market following any such decision.* » ; Art. 2.5.2 : « *The Board shall restrict or suspend trading of any Financial Instrument when required to do so by a Competent Authority* ».

³²⁴ Art. A –2401/2 des règles non harmonisées du marché d’Amsterdam : « *Rule 4404/2 of Euronext Rule Book, Book I, offers the Relevant Euronext Market Undertaking the possibility of suspending trading in a security in order to prevent or stop disorderly market conditions, either on its own initiative and at its own discretion, or on the basis of a well-founded request from the Issuer concerned.* ».

³²⁵ Art LI 7.3.1 des règles non harmonisées du marché de Lisbonnes : « *Derivatives admitted to the Derivatives Market may be suspended or delisted whenever deemed necessary for the safeguard of market interests namely, whenever no Transactions occur during a significant period as determined by the market operator, or no open interest is shown* ».

³²⁶ L’entreprise de marché Euronext peut tout d’abord interrompre ou reporter la volatilité constatée dans le carnet d’ordres en instaurant des seuils de prix d’exécution, en deçà ou au-delà desquels la négociation du titre est dite « *réservée* ». Par exemple, un titre réservé à la hausse est un titre pour lequel la demande est beaucoup plus importante que l’offre au sein du carnet d’ordres central. Un tel déséquilibre justifie de reporter ultérieurement (et donc de « *réserver à la hausse* ») l’exécution des ordres situés au-delà des zones de cours autorisées par les règles de l’entreprise de marché et délimitées par les « *seuils de réservation* ». Les seuils de réservation qui visent à encadrer la cotation d’une valeur sont établis en appliquant un pourcentage de fluctuation maximale à un cours dit « *cours de référence* ».

³²⁷ Art. 4403/1 A des règles harmonisées marché d’Euronext.

195. Cette situation est finalement quelque peu paradoxale, car elle revient à conférer au marché un pouvoir souverain d’appréciation de la justesse du prix que le droit se refuse pourtant à contrôler. Après tout, si pendant une journée, les prix s’envolent à la suite de l’annonce d’une sécheresse et d’une baisse consécutive de la production de plusieurs denrées, n’est-ce pas parfaitement naturel ? Pourtant, le marché n’autorisera pas les prix à varier au-delà d’un certain seuil.

* * *

*

CONCLUSION DU CHAPITRE II

Face aux difficultés des règles du droit des contrats à concilier le respect des intérêts du marché et le contrôle de l’activité spéculative, les marchés financiers ont progressivement été chargés eux-mêmes d’assurer cette fonction. Ils ont « *séparé le bon grain de l’ivraie* » selon leur propre appréciation, condamnant les pratiques qui pouvaient avoir une influence négative sur la détermination du prix de marché. Or, cette appréciation est purement *mercatozentrique* et ne prend absolument pas en compte l’éventuelle influence de l’activité spéculative sur le monde extérieur, comme si le contrôle de la spéculation et de ses effets à l’intérieur du marché était suffisante.

Par nécessité, ce contrôle porte en grande partie sur le support des opérations spéculatives, les contrats, dont le droit des contrats ne peut pratiquement plus s’occuper tant la logique et les intérêts des marchés financiers diffèrent de ceux du droit des contrats. La présence de la spéculation est nécessaire pour le bon fonctionnement des marchés financiers, mais pas sous toutes ses formes, quelques leçons ayant été retenues des dérives spéculatives de l’histoire. Tous les contrats étant susceptibles de donner lieu à une activité spéculative, toute personne qui souhaite s’engager ne pourra le faire qu’à certaines conditions. En premier lieu des conditions personnelles tenant à sa capacité à honorer des obligations dont l’étendue peut varier de façon sensible. En second lieu des conditions extérieures tenant à la préservation de l’équilibre du système multilatéral, et impliquant de ne pas perturber l’établissement d’une sorte de « *juste prix de marché* ».

CONCLUSION DU TITRE II

Pour faire une plus grande place à l'activité spéculative, les marchés à terme ont adapté l'ensemble de leur réglementation, et les contrats ont également été touchés. La liberté contractuelle qui présidait à la détermination du contenu du contrat s'est progressivement trouvée réduite à sa plus simple expression, celle d'avoir le choix de s'engager ou non, à la manière de ce qui se passe dans le cas de la conclusion d'un contrat d'adhésion. La détermination de l'objet des contrats appartient à l'entreprise de marché, de même que les modalités de détermination du prix du contrat, tout comme la façon dont les volontés vont se rencontrer, s'il est encore possible de parler de rencontre des volontés. L'activité spéculative à laquelle le tapis rouge a été déroulé inquiète cependant, dès lors qu'elle peut aboutir à des prix de marché qui ne sont pas liés à des facteurs « physiques » affectant le commerce, mais à une rationalité purement financière, et c'est pourquoi il est apparu nécessaire de la contrôler.

CONCLUSION DE LA PARTIE I

L'adaptation des marchés à terme à la spéculation a donc marqué le point de départ du développement des marchés financiers. Ce sont d'abord les contrats qui donnent naissance aux marchés, lesquels ne sont en réalité, dans leur forme la plus primitive, qu'un lieu où se rencontrent ceux qui souhaitent s'engager. Et, de la même façon que les contrats commerciaux ont créé les marchés commerciaux, les contrats permettant de gérer des risques de prix ont créé les marchés financiers, et permis l'avènement d'un véritable système spéculatif. Si l'on ne peut nier que la spéculation fait l'objet d'un certain contrôle, et que tous les types de spéculation ne sont pas autorisés, c'est en revanche toujours dans l'intérêt du marché, jamais en considération des répercussions que celui-ci peut avoir sur le monde extérieur. Cette logique résulte d'un paradigme de l'économie libérale selon lequel si le marché fonctionne correctement, alors le prix sera toujours « juste ». Le contrôle des opérations spéculatives est donc effectué pour s'assurer qu'en cas de perturbation, une action curative puisse être menée, mais les restrictions préventives sont bien plus réduites.

Le système spéculatif étant en place, il a toutefois fallu adapter les contrats relatifs aux matières premières agricoles qui, en raison de leur caractère commercial, ne s'articulent pas naturellement avec des contrats purement financiers.

DEUXIÈME PARTIE

L'ADAPTATION DES CONTRATS RELATIFS AUX MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES AUX BESOINS DES MARCHÉS FINANCIERS

196. Il importe peu que la prise de décision d'un opérateur soit le fruit de calculs complexes alliant les mathématiques, l'économie, la finance, la climatologie, la géopolitique, et pourquoi pas une véritable connaissance des denrées alimentaires sur lesquelles il prend position, ou soit au contraire le résultat d'une analyse des tendances du marché ou du comportement de ses pairs. Au final, c'est toujours « *la règle de droit qui va permettre à ces anticipations souvent irrationnelles de se concrétiser* »³²⁸, et celle-ci influence également le processus décisionnel des uns et des autres, influençant *in fine* la détermination du prix de marché. Le seul fait d'organiser juridiquement la rencontre entre les acheteurs et les vendeurs va affecter leur comportement, et produire des effets sur le prix de marché qui en résultera. Ainsi, comme l'a fait remarquer à juste titre un auteur, « *le marché des économistes — le marché "walrassien" — est [...] une pure fiction [qui] ne correspond pas aux économies réelles* »³²⁹. Le prix de marché qui serait le résultat d'une libre confrontation entre l'offre et la demande ne saurait être analysé comme une réalité absolue dès lors que cette rencontre est toujours organisée par des règles juridiques qui limitent le pouvoir d'action des donneurs d'ordres.

197. Les marchés réglementés sont bien plus qu'un simple lieu matériel ou virtuel sur lequel se rencontrent les acheteurs et les vendeurs. Il s'agit de structures qui déterminent de façon très précise qui peut conclure des contrats, sur quoi et à quelles conditions. Réduisant le rôle de la volonté des parties à son strict minimum, ils organisent la rencontre des volontés et encadrent le processus de naissance de chaque contrat financier au cours d'une période que les règles de

³²⁸ L. RUET, « *Du principe de rivalité* », *S.* 2002, n°41, p. 3088.

³²⁹ E. BROUSSAU, « *L'économiste, le juriste et le contrat* », in *Mélanges Jacques Ghustin*, LGDJ, 2000, p. 153.

marché appellent la phase de « négociation » (Titre 1). Leur influence perdure ensuite tout au long de la phase de la « compensation » qui correspond à l'exécution du contrat, à tel point que les obligations qui seront réellement exécutées ont pour source principale non pas le contrat, mais les règles imposées par le marché à l'occasion de la conclusion de n'importe quel contrat financier (Titre 2).

Titre 1.

LA FORMATION DES CONTRATS FINANCIERS

198. Les règles édictées par l'entreprise de marché sont considérées comme une « réglementation de droit privé »³³⁰, l'entreprise de marché qui a la charge de l'organisation des transactions ayant reçu une habilitation de l'État à cette fin³³¹. Certes, elle doit satisfaire à un certain nombre d'exigences pour que la structure qu'elle gère puisse recevoir la qualité de « *marché réglementé* »³³², et va être soumise au contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers. Mais ces normes qui découlent d'un pouvoir réglementaire de droit privé octroyé à l'entreprise de marché³³³ (V. supra n°199) vont avoir pour objet d'en assurer le bon fonctionnement, entendu comme « *une négociation équitable et ordonnée [ainsi qu'une] exécution efficace des ordres* ». L'entreprise du marché a donc pour mission de veiller principalement à la sauvegarde de ses propres intérêts qui ne peuvent pas toujours être assimilés à l'intérêt général dont l'État est garant.

³³⁰ A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, p. 27, note 124 ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°377, p. 305.

³³¹ Art. L. 421-10 C. mon. fin. : « *En vue de la reconnaissance du marché réglementé, l'entreprise de marché établit les règles du marché. Ces règles, transparentes et non discrétionnaires, assurent une négociation équitable et ordonnée et fixent des critères objectifs en vue de l'exécution efficace des ordres [...]*

³³² Art. L. 421-11 C. mon. fin. : « *I. – L'entreprise de marché prend les dispositions nécessaires en vue de : 1. Déetecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché réglementé ou pour les membres du marché, de tout conflit d'intérêts entre les exigences de bon fonctionnement du marché réglementé qu'elle gère et ses intérêts propres ou ceux de ses actionnaires ; 2. Disposer en permanence des moyens, d'une organisation et de procédures de suivi adéquats permettant d'identifier les risques significatifs de nature à compromettre le bon fonctionnement du marché réglementé qu'elle gère et prendre les mesures appropriées pour atténuer ces risques ; 3. Adopter des règles de déontologie applicables aux membres des organes d'administration, de direction et de surveillance, aux dirigeants, salariés et préposés et en vérifier le respect ; 4. Garantir le bon fonctionnement des systèmes techniques de négociation et disposer notamment de procédures d'urgence destinées à faire face aux éventuels dysfonctionnements ; 5. Mettre en œuvre des mécanismes visant à faciliter le déroulement efficace et en temps voulu des transactions exécutées dans le cadre de leurs systèmes.*

II. – L'entreprise de marché est tenue de disposer, au moment de la reconnaissance du marché réglementé et en permanence, des ressources financières suffisantes pour permettre le bon fonctionnement du marché. »

³³³ V. notamment T. BONNEAU, « *De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché* », RTD com. 1999, n°2, p. 257, spé. n°8.

199. Lorsque l'organisation de ce contrôle est déléguée aux entreprises de marché, c'est au nom d'une « sorte d'ordre public financier »³³⁴. *A priori*, les objectifs et systèmes de fonctionnement de l'ordre public économique et de l'ordre public financier sont relativement similaires. FARJAT définissait l'ordre public économique comme « *l'ensemble des règles obligatoires dans les rapports contractuels, relatives à l'organisation économique, aux rapports sociaux et à l'économie interne du contrat* »³³⁵. Ses objectifs visent à la préservation des intérêts des cocontractants, mais également de celui du marché, lequel ne saurait être réduit à la somme des intérêts de l'ensemble de ses membres. Cependant, le marché du droit économique a vocation à englober beaucoup plus de monde que le marché financier qui concerne un nombre beaucoup plus restreint de personnes. Il n'est donc pas dit qu'assurer le respect de l'ordre public financier suffise de facto à la protection des intérêts que l'ordre public économique protège et encore moins à ceux que l'ordre public alimentaire défend³³⁶.

De la même façon que le contrat intègre la loi dans sa structure et son contenu³³⁷, les opérations financières intègrent les règles de marché qui s'imposent à tous ceux qui souhaitent intervenir en leur sein. Ainsi, en plus de largement participer à la détermination du contenu des contrats, l'entreprise de marché impose aux parties plusieurs obligations qui ne sont pas issues directement de la volonté des parties et des spécifications du contrat. L'habilitation des entreprises de marché à édicter une réglementation de droit privé³³⁸ est l'une des manifestations d'un « *développement d'une pluralité de sources de production et de gestion du normatif* »³³⁹. Ce type de réglementation suppose l'acceptation de chacun de ceux à qui elle va s'appliquer, mais « *bénéficie de la force obligatoire que notre droit positif reconnaît à la prescription publique* »³⁴⁰.

³³⁴ X. LAGARDE, « *Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme ?* », *JCP G* 2005, n°44, spécialement n°17.

³³⁵ G. FARJAT, *L'ordre public économique*, préface de B. Goldman, Université de Bourgogne, UFR de droit et science politique, LGDJ, 1963, Bibliothèque de droit privé, vol. 37, p. 38.

³³⁶ Sur la notion d'ordre public alimentaire, V. J.-B. RACINE, T. BRÉGER, « *Ordre public* », in Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde (dir. F. Collart dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013.

³³⁷ F. COLLART DUTILLEUL, « *Quelle place pour le contrat dans l'ordonnancement juridique ?* », in *La nouvelle crise du contrat* (dir. C. Jamin et D. Mazeaud), D., Coll. Thèmes et Documentaires, 2003, p. 225 ; P. ANCEL, « *Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat* », *RTD civ.* 1999, n°4, p. 771.

³³⁸ Cette qualification, bien que majoritaire, a été contestée par certains auteurs. V. J. MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, préface de M. Germain, Paris, LGDJ, 2005, Bibliothèque de droit privé, tome 478, p. 367 s.

³³⁹ F. CHAZEL et J. COMMALLE, « *Normes juridiques et régulation sociale*, LGDJ, 1991, p. 292, cité par P. NEAU-LEDUC, *La réglementation de droit privé*, préface de T. Revet, Paris, Litec, 1998, p. 7.

³⁴⁰ *ibid.*

200. L’entreprise de marché va donc, conformément à la mission d’intérêt public qui lui est confiée par l’État, veiller au respect de l’intérêt du marché, et imposer ainsi des règles à tous ceux qui souhaiteront conclure des transactions en son sein³⁴¹. Ces règles vont ainsi mettre à la charge de tous ceux qui s’engagent en leur sein des obligations supplémentaires qui vont s’ajouter à celles issues des contrats (Chapitre 1). Or, en ce qu’il contribue à déterminer qui peut s’engager et à quelles conditions, ce système a une influence très importante sur le processus de formation du prix de marché (Chapitre 2).

³⁴¹ J. MEADEL, *Les marchés financiers et l’ordre public*, préface de M. Germain, Paris, LGDJ, 2005, Bibliothèque de droit privé, tome 478, p. 380.

Chapitre I

LA DUALITÉ DES OBLIGATIONS APPLICABLES AUX CONTRATS

FINANCIERS

201. En principe, et même si cela ne constitue pas une règle absolue, le contrat a vocation à être exécuté entre ceux qui se sont engagés. Au sein des marchés financiers réglementés, la situation est inversée, puisque le contrat n'est jamais exécuté entre ceux qui se sont engagés. En raison de la substitution immédiate de la Chambre de compensation à la contrepartie initiale de l'opérateur qui s'engage, aucun lien direct entre deux personnes physiques n'existe pendant toute la phase située entre la formation du contrat et la survenance du terme. Dès la formation du contrat, le lien qui devrait unir les deux cocontractants dont les consentements ont été nécessaires pour former le contrat est anéanti. À sa place, un nouveau lien d'obligations est créé entre la chambre de compensation qui devient partie au contrat, et chacun des cocontractants initiaux. Ce lien reproduit d'une part les obligations initiales que ces derniers avaient l'un envers l'autres : *Primus*, alors acheteur, sera maintenant l'acheteur de la chambre de compensation et non plus de *Secundus*. *Secundus*, quant à lui, sera dorénavant vendeur à l'égard de la chambre de compensation. La réplique des obligations étant totalement identique, le terme qui les affectait sera donc également reproduit. Et ce lien comporte ensuite de nouvelles obligations qui sont introduites par les règles de marché, et qui permettent d'assurer le bon fonctionnement du marché.

202. Du fait de l'existence d'un terme qui suspend l'exécution des obligations jusqu'à sa survenance, il n'existe en réalité qu'un lien d'obligations réciproques qui unissent le marché aux donneurs d'ordres via leurs intermédiaires, celles de régler des marges de façon périodique (V. supra n°215).

203. Afin de satisfaire les besoins du marché, les autorités en charge de l'établissement des règles de marché ont adopté plusieurs outils juridiques qui s'éloignent plus ou moins du droit commun. Les auteurs les regroupent souvent selon qu'ils sont destinés à assurer la sécurité des transactions ou à en accroître la fréquence, même si les frontières ne sont pas totalement

imperméables et qu'un même mécanisme peut parfois participer à la réalisation des deux objectifs, comme c'est le cas pour l'intervention de la chambre de compensation. Ces mécanismes reposent d'une part sur la création d'un cadre d'obligations qui vont s'appliquer à tous les contrats conclus dans l'enceinte des marchés financiers (Section 1), et d'autre part sur l'exercice par l'entreprise de marché d'une grande influence sur les obligations qui sont issues du contrat (Section 2).

Section 1. L'INGÉRENCE DU MARCHÉ DANS LA DÉTERMINATION DU CONTENU DU CONTRAT FINANCIER

204. Les obligations des opérateurs à l'égard du marché constituent la suite de celles qui ont jalonné une période précontractuelle marquée par un formalisme très important. Tout opérateur qui prend position sur le marché est contraint de constituer plusieurs garanties afin de garantir sa solvabilité. Il s'agit d'une obligation indispensable au bon fonctionnement du marché, dont le manquement entraîne la prise instantanée de mesures visant à éviter tout risque de défaillance. Dès la conclusion du contrat, le marché calcule un « *cours de compensation* » quotidien qui va déterminer si l'opérateur doit verser ou percevoir des « *appels de marge* » en fonction de l'évolution des cours du contrat dont il s'est porté acheteur ou vendeur.

Ainsi, si elle en est une composante essentielle, la seule rencontre des volontés ne suffit pas à former l'intégralité de l'opération financière. Il faut en plus que la formation du contrat respecte certaines formalités destinées à protéger le bon fonctionnement du marché, il faut également respecter tout un ensemble de dispositions qui précèdent et conditionnent la formation du contrat initial entre *Primus* et *Secundus* (§1), et en influencent grandement le contenu (§2).

§1. L'imposition d'un processus préalable à la conclusion des contrats par les règles de marché

205. Comme le rappellent deux auteurs, « *la sécurité des marchés financiers se mesure à l'aune de l'efficacité des dispositifs destinés à pallier la carence des différents intervenants sur ces marchés* »³⁴². La fonction des marchés financiers étant de permettre aux opérateurs de gérer des risques de prix, l'étendue des obligations de ces derniers est soumise à un aléa, le prix du

³⁴² M.-C. DE NAYER, J.-C. MARIN, « *La garantie de bonne fin due par la chambre de compensation sur les marchés à terme* », *RDBB* 1991, n°23, p. 15.

marché (V. infra n°258), et la majorité d'entre eux ne savent pas quand ils s'engagent s'ils vont gagner ou perdre de l'argent. L'entreprise de marché étant chargée de veiller à son bon fonctionnement, une attention toute particulière est portée à la bonne exécution des transactions et à la réduction maximale du risque d'une défaillance des cocontractants dans l'exécution de leurs obligations.

Pour satisfaire cet objectif, plusieurs mécanismes contribuant à l'intégration du contrat dans une opération plus globale ont été instaurés. Le premier d'entre eux consiste à empêcher les opérateurs de se retrouver directement liés avec la Chambre de compensation qui représente le marché, et repose sur l'existence d'intermédiaires qui s'interposent entre elle et les opérateurs (A). Le second implique d'exiger de la part des opérateurs le versement d'un dépôt de garantie préalablement à la formation de tout contrat (B).

A. Le recours à des intermédiaires

206. La première protection du marché contre le risque d'un défaut de contrepartie est assurée par le contrôle qui est exercé à l'entrée du marché, celui-ci constituant un monde fermé qui n'ouvre ses portes qu'à certaines personnes. La formation d'une opération de marché se déroule comme suit : *Primus* transmet un ordre à un intermédiaire, qui peut être un membre de marché ou un adhérent compensateur. Celui-ci va à son tour le transmettre au marché pour qu'il soit intégré dans le carnet d'ordre central. Dans le cas où l'ordre d'achat de *Primus* avec celui de *Secundus*, il y a aura alors formation d'un contrat non pas entre *Primus* et *Secundus*, mais entre leurs intermédiaires respectifs.

Même si cette distinction entre ces deux catégories d'intermédiaires doit être relativisée dès lors qu'il est possible de cumuler ces deux statuts, les « *membres de marché* » et les « *adhérents compensateurs* » interviennent en principe durant les phases de « *négociation* » pour les premiers et de « *compensation* » pour les seconds, ce qui correspond schématiquement mais pas exactement aux stades de formation et d'exécution d'un contrat (1). En exerçant un contrôle sur les donneurs d'ordres à toutes les étapes du contrat, ils participent au fonctionnement harmonieux du marché (2).

1. Typologie des intermédiaires

207. En tant que commissionnaires des donneurs d'ordres, les membres de marché ont pour rôle de produire des ordres sur le marché, conformément aux instructions de leur commettant.

Un simple membre de marché qui ne serait pas adhérent compensateur à la chambre de compensation ne pourra donc pas intervenir au niveau de la phase de compensation. Pour avoir l'autorisation d'exercer son activité sur le marché, celui-ci doit bénéficier d'un agrément³⁴³ qui vise à s'assurer qu'il exerce son activité sans porter atteinte à la sécurité du marché³⁴⁴, et qui peut lui être retiré. Ce statut, qui repose sur un contrat d'adhésion³⁴⁵, le place dans une relation contractuelle avec la Chambre de compensation³⁴⁶ et lui impose un certain nombre d'obligations à la fois envers les donneurs d'ordres et envers le marché³⁴⁷. Vis-à-vis des premiers, le prestataire de service d'investissement est tenu à une obligation dite de « *meilleure exécution* ». Cela signifie que dès lors qu'il reçoit un ordre d'un client, il doit chercher à l'exécuter de la meilleure façon possible, ce qui s'apprécie au regard de critères tels que le prix, le coût de la transaction, la rapidité d'exécution de cette dernière et sa sécurité, la taille et la nature de l'ordre³⁴⁸.

208. Les adhérents compensateurs sont des professionnels qui ont adhéré à une chambre de compensation et qui bénéficient également d'un agrément³⁴⁹. Contrairement aux membres de marché, ils exercent leur activité non plus au stade de la formation du contrat, mais à celui de son exécution. En effet, une fois la transaction formée par la rencontre des ordres opposés, elle doit être soumise à l'enregistrement (V. infra n°220), tâche dévolue aux adhérents compensateurs³⁵⁰. Les règles de marché précisent qu'ils sont « [...] commissionnaires du croire à l'égard des Clients et des Membres Négociateurs dont ils tiennent les comptes lorsque les

³⁴³ Art. 2303/1 des règles de négociation d'Euronext.

³⁴⁴ À ce titre, la directive DSI 93/23/CEE du 10 mai 1993 précise dans ses considérants que « *les entreprises qui fournissent des services d'investissement doivent être soumises à un agrément délivré par l'Etat membre d'origine de l'entreprise d'investissement aux fins d'assurer la protection des investisseurs et la stabilité du système financier* ».

³⁴⁵ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°475, p. 290.

³⁴⁶ Art. 513-5 du règlement général de l'AMF ; Art. L. 421-18 C. mon. fin.

³⁴⁷ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010 ; A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, p. 50 ; T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°476, p. 291.

³⁴⁸ Art. L. 533-18 C. mon. fin.

³⁴⁹ Sur les différents types d'adhérents compensateurs, V. A. COURET, H. L. NABASQUE, M.-L. COQUELET, T. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 2^e éd., 2012, n°1013, p. 739.

³⁵⁰ Art. 2.1.1.3 des Règles de compensation LCH Clearnet SA.

Transactions sont exécutées sur un Marché Réglementé français. Ils garantissent à ces Clients et ces Membres Négociateurs la bonne fin de leurs Transactions »³⁵¹.

2. L'effet de garantie produit par les intermédiaires

209. Dans le cas où l'ordre d'achat de *Primus* est rapproché de celui de *Secundus*, il y aura alors formation d'un contrat non pas entre *Primus* et *Secundus*, mais entre leurs intermédiaires respectifs. Cette première « *déconnexion* » entre les donneurs d'ordre et le marché, qui précède la seconde entre les intermédiaires eux-mêmes suite à l'intervention de la chambre de compensation (V. infra n°300) montre à quel point il est important d'éviter que des défaillances en chaîne perturbent le fonctionnement du marché.

Leur présence permet d'opérer une surveillance régulière du marché et d'en prévenir les dysfonctionnements à une double échelle. D'abord de façon préventive, en exigeant la constitution d'une garantie préalablement à la production de l'ordre sur le marché, et en surveillant que les donneurs d'ordres ne dépassent pas les limites de position qui auraient pu être mises en places sur le marché (V. supra n°120), ainsi qu'en réclamant quotidiennement aux donneurs d'ordres qui en sont débiteurs le versement de garanties de leur solvabilité (V. infra n°246). Ensuite de façon curative, puisque les adhérents compensateurs agissent en tant que commissionnaires ducroire, ils seront donc responsables de la bonne exécution des transactions³⁵² auprès de ceux qu'ils représentent : la chambre de compensation et les donneurs d'ordres. En cas d'inexécution de ses obligations par l'une des parties, les créanciers de l'obligation inexécutée ne devraient donc même pas se rendre compte qu'il y a défaillance.

³⁵¹ Art. 4.4.2.1 des Règles de la compensation de *LCH.Clearnet SA* ; Article 542-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers.

³⁵² À noter toutefois que l'Adhérent n'exécute pas indépendamment chaque contrat pour le compte des donneurs d'ordres dont il est le commissionnaire. Il procède dans la plupart des cas à une « *pré compensation* » entre toutes les positions ouvertes de ses donneurs d'ordre pour verser ou percevoir un solde net de la chambre de compensation. Le fonctionnement diffère selon que le marché fonctionne selon le mécanisme de la « *compensation en net* » ou de la « *compensation en brut* ». Dans le premier cas, il ne verse ou ne perçoit qu'un solde net de la part de la chambre de compensation après avoir lui-même compensé au préalable les positions de tous ses donneurs d'ordres. Dans le second cas, le solde est versé ou perçu séparément pour chaque donneur d'ordre. V. A. COURET, H. L. NABASQUE, M.-L. COQUELET, T. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 2^e éd., 2012, n°1013 p. 738.

B. La constitution de garanties par les donneurs d'ordres

210. L'aléa qui affecte l'étendue de l'engagement des donneurs d'ordre est multiplié par deux facteurs liés l'un à l'autre : l'exécution différée des conventions et l'effet de levier (V. supra n°166), ce qui augmente d'autant le risque qu'ils soient dans l'incapacité de satisfaire à leurs obligations. La soumission des obligations issues du contrat à un terme suspensif et la possibilité de désengagement préalable à la survenance de celui-ci (V. supra n°38), qui implique qu'il n'est pas exigé que le donneur d'ordre soit en mesure de satisfaire immédiatement à ses engagements, et donc qu'il peut conclure un contrat qu'il serait dans l'impossibilité d'exécuter immédiatement³⁵³. L'effet de levier correspond au principe selon lequel pour émettre un ordre d'achat ou de vente, l'opérateur n'a pas besoin d'apporter la totalité des sommes qui lui seront réclamées lors de l'exécution du contrat ou de sa résolution anticipée. Il peut donc conclure des contrats dont la valeur totale sera nettement supérieure à l'argent qu'il a investi pour les conclure, puisqu'il se désengagera avant d'avoir à exécuter les obligations du contrat. Or, tout en permettant de multiplier les gains, cela expose symétriquement à une multiplication des pertes, et donc à une augmentation du risque de défaillance de l'opérateur. Or, puisque le marché s'interpose entre les différents opérateurs et assume les obligations des uns vis-à-vis des autres, la défaillance de l'un d'entre eux ne se répercute pas sur celui avec lequel il a conclu le contrat. C'est pourquoi pour se protéger, les marchés ont mis à la charge des donneurs d'ordres et des intermédiaires des obligations qui visent à prévenir ce risque de défaillance.

211. Pour se protéger contre les défaillances, le marché exige donc la constitution d'une « *couverture* », le terme désignant à la fois la constitution d'un dépôt de garantie à l'occasion de l'ouverture d'une position(1), et l'exécution d'une obligation nécessaire au maintien (2). Dans le cas où l'une ou l'autre de ces obligations n'est pas exécutée, une procédure de liquidation d'office des positions sera alors déclenchée (3).

1. Le dépôt de garantie initial

212. Sur les marchés réglementés, la formation d'un contrat à terme suppose de la part du donneur d'ordre la constitution d'une couverture. Cette obligation constitue une obligation

³⁵³ I. NAJJAR, « *La couverture du marché à terme* », S. 1993, n°7, D., 1993, p. 45.

préliminaire et consiste pour le donneur d'ordre à verser un « *dépôt de garantie* »³⁵⁴ à son intermédiaire, représentatif d'une part du montant de la transaction qu'il souhaite conclure³⁵⁵. Bien que cette obligation soit mise à la charge du donneur d'ordre, il appartient à l'intermédiaire d'en réclamer et de veiller à son exécution. Le règlement général de l'AMF prévoit en effet que « *Le prestataire de services d'investissement qui reçoit un ordre destiné à être exécuté sur un marché réglementé d'instruments financiers à terme ne peut accepter cet ordre que s'il obtient du donneur d'ordre la constitution d'une couverture* »³⁵⁶. Sans entrer dans le détail des modalités de la constitution d'un dépôt de garantie³⁵⁷, précisons seulement que dans l'hypothèse où celle-ci n'est pas constituée ou insuffisante, l'intermédiaire pourra liquider les positions du donneur d'ordre³⁵⁸. L'exécution du contrat étant différée dans le temps et l'étendue des obligations du donneur d'ordre dépendant directement des fluctuations des cours du marché sont autant de sources de risque d'insolvabilité du débiteur³⁵⁹. Or, l'intermédiaire est également

³⁵⁴ Il s'agit d'un « *Montant calculé par LCH.Clearnet SA comme décrit dans une Instruction, visant à couvrir le risque de liquidation lié aux Positions Ouvertes sur Instruments Financiers d'un Adhérent Compensateur résultant des Transactions enregistrées par LCH.Clearnet SA au nom de cet Adhérent. Pour les contrats d'option, le Dépôt de Garantie inclut la variation de la Prime d'Option* ». LCH.Clearnet SA, Règles de compensation LCH.Clearnet SA, V° dépôt de garantie.

³⁵⁵ Le versement peut prendre la forme de capitaux ou bien d'actifs.

³⁵⁶ Art. 516-15 du règlement général de l'AMF : « *Le prestataire de services d'investissement qui reçoit un ordre destiné à être exécuté sur un marché réglementé d'instruments financiers à terme ne peut accepter cet ordre que s'il obtient du donneur d'ordre la constitution d'une couverture, soit dans ses livres, soit dans les livres du teneur de compte conservateur s'il n'assure pas lui-même cette fonction. Par dérogation au premier alinéa, lorsque le donneur d'ordre est un client professionnel ou une contrepartie éligible au sens des articles D. 533-11 et D. 533-13 du code monétaire et financier, le prestataire de services d'investissement peut octroyer au donneur d'ordre un délai pour la constitution de cette couverture qui ne peut excéder celui accordé par la chambre de compensation à l'adhérent compensateur chez lequel ses positions sont enregistrées.*

La couverture mentionnée au premier alinéa est au moins équivalente à celle exigée par les règles du marché, pour les couvertures appelées auprès des membres, ou par les règles de fonctionnement de la chambre de compensation, pour les couvertures appelées auprès des adhérents. Les niveaux de couverture précités constituant des exigences minimales, le prestataire peut, lors de la réception de l'ordre et à tout moment, exiger du donneur d'ordre le dépôt d'une couverture complémentaire.

Lorsque, compte tenu des conditions de marché, la couverture déposée par le donneur d'ordre devient insuffisante au regard de celle exigible en vertu du troisième alinéa, la couverture est complétée dans les mêmes conditions et les mêmes délais que ceux prévus aux deuxième et troisième alinéas.

Lorsque le donneur d'ordre n'a pas constitué ou complété sa couverture dans les délais susmentionnés, le prestataire de services d'investissement procède à la liquidation de tout ou partie de ses engagements ou positions. »

³⁵⁷ Le règlement général de l'AMF précise en son article 541-31 que c'est la chambre de compensation qui détermine les modalités de constitution des dépôts de garantie.

³⁵⁸ Art. 516-15 du règlement général de l'AMF.

³⁵⁹ V. A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°93 s., p. 89 s. ; V. également A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, n° 335 s., p. 206 s.

tenu de la bonne exécution des obligations nées du contrat, et c'est pourquoi il bénéficie de cette faculté.

213. La constitution d'un dépôt de garantie fut d'abord une pratique mise en place par les agents de change qui souhaitaient éviter de devoir assumer les obligations de leurs clients défaillants. Ceux-ci pouvaient, à leur entière discrétion, demander à certains opérateurs de constituer un dépôt de garantie, étant donné qu'ils étaient finalement responsables envers le marché de la défaillance d'un opérateur. Cette pratique devint une règle avec le décret du 7 octobre 1890 qui précisa en son article 61 que « *l'agent de change est en droit d'exiger, pour tout ordre à terme, la remise d'une couverture (...)* ». Toutefois, plusieurs modifications de cet article ont poussé la doctrine à s'interroger sur la finalité de la couverture. Car si le fait d'exiger une couverture était jusqu'alors une simple possibilité laissée à l'intermédiaire afin de le protéger contre une défaillance de son client à l'échéance, celle-ci est devenue une obligation dont le manquement pouvait être sanctionné par le marché suite à un décret du 14 octobre 1960. Ce texte a modifié l'article 61 du décret de 1890 qui précisa ensuite que « *l'agent de change est tenu d'exiger, pour tout ordre à terme, la remise d'une couverture* »³⁶⁰. Tout manquement à cette obligation pouvait faire l'objet d'une sanction disciplinaire, mais les donneurs d'ordres ne pouvaient pas encore se prévaloir de son inexécution³⁶¹. À compter de ce moment, l'obligation d'appeler une couverture était donc officiellement édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire, mais la préservation de celui du marché était bien présente en arrière-plan. En effet, si un agent de change devait faire face à la défaillance d'un grand nombre de donneurs d'ordres, c'est le marché dans son ensemble qui se retrouvait pénalisé. Cette première modification du décret du 7 octobre 1890 introduit donc un changement de logique : la couverture a également pour but de protéger le marché en lui-même³⁶². Car finalement, c'est bien lui qui est menacé par des défaillances en cascade et le risque systémique que pourrait entraîner un grand nombre de défaillances, et des conséquences que cela pourrait avoir sur le système économique dans son

³⁶⁰ Article 5 du décret n°60-1107, JCP 1960, III, n°26167.

³⁶¹ L'article 23 du décret de 1890 précise que « *l'inobservation de cette disposition rend l'agent de change passible de sanctions disciplinaires [...] sans que le donneur d'ordre puisse s'en prévaloir à quelque titre que ce soit* ».

³⁶² A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16 ; V. aussi M. STORCK, « La responsabilité encourue pour le défaut d'exigence de couverture d'opérations à terme », *D.* 1992, chron., p. 71 s.

ensemble. De plus, si seul l'intérêt des intermédiaires avait été protégé, il n'y aurait eu aucun intérêt à en faire une obligation susceptible d'être sanctionnée³⁶³.

214. Néanmoins, la finalité de la couverture va encore évoluer sous l'influence de la Cour de cassation. Si celle-ci a pendant longtemps considéré que les donneurs d'ordres ne pouvaient en aucun cas se prévaloir du manquement d'un intermédiaire dans l'exigence d'un dépôt de garantie³⁶⁴, elle a finalement modifié sa jurisprudence. Réunis en assemblée plénière, les juges de la Cour de cassation ont précisé dans un arrêt du 26 février 2008 qu'en plus d'assurer la protection du marché et des prestataires, la couverture avait aussi pour finalité de protéger les donneurs d'ordres. Les juges ont ainsi estimé que « *le prestataire de services d'investissement est tenu d'exercer son activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché, ainsi que de se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de son activité de manière à promouvoir au mieux les intérêts de son client et l'intégrité du marché* »³⁶⁵.

2. La constitution d'une couverture périodique

215. Tout opérateur qui prend position sur le marché se voit contraint de régler des appels de marge. Il s'agit d'une obligation indispensable au bon fonctionnement du marché, et tout manquement entraîne la prise instantanée de mesures visant à limiter au maximum le risque de défaillance (V. infra n°189). Dès la conclusion du contrat, le marché calcule un « cours de compensation » quotidien qui va déterminer si l'opérateur doit verser ou percevoir des appels de marge en fonction de l'évolution des cours du contrat dont il s'est porté acheteur ou vendeur³⁶⁶.

Les appels de marge constituent le résultat du calcul quotidien d'un cours de compensation, lequel relève d'un calcul effectué par l'organisme compensateur. À la clôture de chaque séance, celui-ci va déterminer un « cours de compensation » qui correspond au prix qu'un opérateur devrait payer s'il souhaitait dénouer sa position via la conclusion d'un contrat en sens inverse à celui qu'il a déjà conclu. Les valeurs du contrat déjà conclu et du cours de compensation vont

³⁶³ A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, n°355, note 816, p. 222.

³⁶⁴ V. notamment Cass. com., 5 novembre 1991, obs. Peltier.

³⁶⁵ Cass. Com., 26 février 2008, 07-10.761, Bulletin 2008, IV, n° 42 ; L. RUET, « *Un revirement historique : la couverture n'a plus pour finalité la seule protection du marché et des prestataires, mais aussi et surtout la protection des donneurs d'ordre* », LPA 2008, n°113, p. 9.

³⁶⁶ I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, p. 172.

être comparées pour établir un solde qui va permettre de déterminer si l'opérateur qui souhaiterait se désengager se trouve en situation de bénéfice ou de déficit. Dans le premier cas, la chambre de compensation lui versera la différence entre le cours de compensation et la valeur de son contrat, et dans le second, l'opérateur aura pour charge de verser cette somme à la chambre de compensation.

216. Les appels de marge constituent ainsi une véritable garantie de sécurité sur les marchés financiers. Leur fonctionnement permet de détecter au quotidien le risque de défaillance d'un opérateur en s'assurant régulièrement de sa solvabilité. En revanche, une fois encore le mécanisme n'est pas intégralement adapté aux marchandises livrables. En effet, si un opérateur prévoit de livrer son blé sur les marchés financiers, les appels de marge seront complètement impuissants à s'assurer qu'il est bien en mesure de répondre à ses engagements puisqu'il ne s'agit que de versements monétaires.

Le montant des appels de marge constitue le résultat du calcul quotidien d'un « *cours de compensation* » par la Chambre de compensation, qui correspond au prix qu'un opérateur devrait payer s'il souhaitait dénouer sa position par la conclusion d'un contrat en sens inverse à celui qu'il a déjà conclu. Les valeurs du contrat déjà conclu et du « *cours de compensation* » vont être comparées pour établir un solde qui va permettre de déterminer si l'opérateur qui souhaiterait se désengager se trouve en situation de bénéfice ou de déficit. Dans le premier cas, la chambre de compensation lui versera la différence entre le cours de compensation et la valeur de son contrat, et dans le second, l'opérateur aura pour charge de verser cette somme à la chambre de compensation. Une fois encore, cela n'est rendu que possible par la standardisation des contrats qui implique que la compensation virtuelle ainsi opérée ne laisse qu'une somme d'argent à régler, les autres éléments des contrats se compensant exactement en tous points. Les appels de marge constituent ainsi une garantie économique de sécurité sur les marchés financiers. Leur fonctionnement permet de détecter au quotidien le risque de défaillance d'un opérateur en s'assurant régulièrement de sa solvabilité.

3. La liquidation d'office des positions

217. Plusieurs personnes sont donc engagées dans le cadre d'une opération de marché. L'intermédiaire a pour charge de réclamer de la part du donneur d'ordre la constitution d'une couverture, et doit lui-même constituer cette couverture auprès de la chambre de compensation.

Il y a donc deux hypothèses de défaillance : la défaillance du donneur d'ordre, et celle de son intermédiaire.

218. Dans le cas où le donneur d'ordre manquerait à son obligation de verser un dépôt de garantie à l'occasion de la conclusion du contrat, ou bien de constituer une couverture périodique à l'occasion de son exécution, la sanction sera la même : la liquidation d'office de ses positions³⁶⁷ par l'adhérent compensateur ou le membre de marché³⁶⁸. Celle-ci « *repose sur l'accomplissement d'une opération de sens contraire : elle consiste à prendre une position initiale, et donc à vendre si l'opération initiale résidait dans un achat, et à racheter si l'opération initiale était une vente. Une telle opération n'est pas sans intérêt puisqu'elle permet une exécution de l'opération initiale et la compensation des dettes et créances réciproques résultant des deux opérations* »³⁶⁹. Ainsi, la liquidation d'office repose sur une méthode qui permet de conserver intact l'équilibre du marché entre le nombre d'acheteurs et de vendeurs, ce qui permet à la chambre de compensation de ne pas avoir à être la contrepartie d'un donneur d'ordre dont elle ignore s'il va gagner ou perdre de l'argent avant de se désengager, ou bien demander l'exécution du contrat à l'échéance. Certes, il y aurait des hypothèses où elle gagnerait de l'argent, mais il y en aurait d'autres où elle en perdrait. Afin d'éviter de courir elle-même le risque et de laisser les autres s'y exposer, elle préfère opter pour la situation qui maintient au mieux la neutralité du marché.

219. Si c'est l'adhérent compensateur qui est défaillant, c'est cette fois la chambre de compensation qui prendra les mesures adéquates, lesquelles comprennent notamment mais pas uniquement la liquidation d'office des positions³⁷⁰ de l'adhérent. Celle-ci repose sur la même technique juridique qu'en cas de défaillance d'un donneur d'ordre, à savoir la conclusion forcée d'une opération de sens contraire, ce qui « *permet de limiter le montant de la dette de l'opérateur à une somme correspondant schématiquement à la différence entre le cours auquel l'opération initiale a été conclue et le cours de liquidation* »³⁷¹.

³⁶⁷ Art. 4.5.3.1 des Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.

³⁶⁸ Art. 4.5.3.1 al. 2 des règles de la compensation d'Euronext.

³⁶⁹ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°1253, p. 801.

³⁷⁰ Art. 4.5.2.2 s. des Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.

³⁷¹ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°1248, p. 798.

§2. L'enregistrement de la transaction, condition de naissance de l'opération de marché

220. L'opération de marché se forme en respectant une succession d'étapes que les règles de marché décomposent en deux séquences : la « *négociation* » d'abord, puis la « *compensation* ». La phase de négociation débute lors de l'émission d'un ordre et perdure jusqu'à l'enregistrement de la transaction par la Chambre de compensation. L'enregistrement « *matérialise la prise en charge des transactions par la chambre de compensation* »³⁷². L'enregistrement permet ainsi à la Chambre de compensation de vérifier qu'entrent toujours de façon simultanée un acheteur et un vendeur, afin que l'équilibre soit respecté, et qu'il y ait toujours autant d'acheteurs que de vendeurs³⁷³. Sans cette égalité comptable, la Chambre ne pourrait s'interposer entre les opérateurs, car elle pourrait être tenue d'acheter plus que ce qu'elle vendrait ou inversement. Celui-ci est réalisé de manière automatique « *dès l'appariement d'une Transaction* »³⁷⁴, et précède donc la novation qui permet l'intervention de la Chambre de compensation (V. infra n°302). Du point de vue de cette étude, ce mécanisme, de par son automatique, n'appelle pas un grand nombre d'observations lors de son fonctionnement normal. L'enregistrement a en effet lieu de manière automatique dès lors que deux ordres sont appariés.

221. La seule question intéressante ici, c'est celle de la portée qu'il faut conférer à une transaction qui n'a pas encore été enregistrée. Peut-elle donner naissance à un contrat qui existerait de façon autonome ? Ou bien n'y a-t-il pas de contrat tant qu'il n'y a pas d'enregistrement ? Les ordres qui ont été rapprochés conformément aux règles de marché, mais qui n'ont pas été enregistrés donnent-ils tout de même naissance à un contrat ?

222. Comme l'a très justement fait remarquer le professeur MULLER, « *dire que l'enregistrement représente une condition de validité de l'opération de marché [...] laisse entier le point de savoir quelle valeur reconnaître à une transaction non enregistrée* ». Plusieurs positions ont pu être soutenues sous l'empire de la loi du 28 mars 1885, qui

³⁷² *ibid.*, n°593, p. 359.

³⁷³ Pour plus de précisions sur la fonction de l'enregistrement, V. *Ibid.*, n°593 s., p. 359 s. et n°1171 s., p. 745 s.

³⁷⁴ Art. 3.1.1.1 des règles de compensation d'Euronext.

sanctionnait l'absence d'enregistrement par une nullité de plein droit³⁷⁵. Pour certains auteurs, l'opération financière devait être analysée comme un tout, démarrant avant l'enregistrement. Dans cette optique, l'enregistrement constitue donc condition de forme de sa validité. Un auteur a considéré au contraire que la transaction non enregistrée constituait un contrat synallagmatique qui pouvait tout à fait produire des effets entre les parties. Dans cette hypothèse, les règles de marché auraient été mal formulées, et le terme de « nullité » aurait dû être remplacé par celui « *d'inopposabilité* »³⁷⁶.

223. Même si la question de la valeur juridique à accorder à une transaction non enregistrée est intéressante, il est aujourd’hui impossible de vérifier une telle hypothèse du fait du caractère automatique de l’enregistrement. Dès lors que l’enregistrement de la transaction est effectué par un tiers au contrat, et donne immédiatement lieu à une novation, il est impossible qu'une transaction ne soit pas enregistrée. Même s'il y avait une défaillance lors de la constitution du dépôt de garantie initial, la transaction serait déjà enregistrée et la novation aurait déjà eu lieu, dès lors qu'ils prennent place dans cet intervalle de temps non mesurable qui se situe entre la formation et l'exécution du contrat

Section 2. L’INTRUSION DU MARCHÉ DANS LA DÉTERMINATION DES OBLIGATIONS CONTRACTUELLES

224. Le fait que l’entreprise de marché, tiers au contrat, puisse mettre à la charge des parties un certain nombre d’obligations constitue déjà une spécificité de l’opération de marché. Pour autant, d’autres particularités existent puisque l’influence du marché se ressent jusqu’au cœur du contenu du contrat où le marché va laisser son empreinte. Afin de favoriser la conclusion du plus grand nombre possible de transactions, les règles de marché ont usé de leurs prérogatives quant à la détermination du contenu des contrats pour les standardiser (§1), ce qui a contribué à une modification du rôle des denrées alimentaires. Alors qu’elles étaient l’objet des contrats à terme, elles ne sont plus qu’une simple référence économique au sein d’une opération financière plus globale reposant sur l’articulation et la combinaison de l’existence d’un contrat et de l’application de mécanismes de marché. Or, ce changement constitue un préalable

³⁷⁵ Art. 9 al. 1^{er} de la loi du 28 mars 1885 : « *Chaque opération sur contrat à terme est enregistrée par une chambre de compensation qui en garantit la bonne fin. A cet effet, chaque opération doit lui être notifiée [...]. A défaut, l'opération est nulle de plein droit* ».

³⁷⁶ Pour plus de développements et de références sur cette question, V. I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, n°73, p. 61.

indispensable à la standardisation des conventions (§2) et permet d'intégrer de force l'aléa dans une opération contenant un contrat pourtant commutatif (§3).

§1. Les aspects juridiques de la détermination du contenu des contrats standardisés

225. De façon générale, les contrats financiers sont analysés comme ceux qui « *se confluient par la souscription de deux opérateurs à une formule type de contrat à terme ferme [...]* »³⁷⁷. L'entreprise de marché ayant pour charge de veiller au bon fonctionnement du marché³⁷⁸, elle dispose à cette fin d'un pouvoir normatif (V. supra n°199) qui lui permet de décider d'une part du contenu des contrats (A) sur lesquels vont pouvoir s'engager les différents opérateurs et d'autre part des modalités selon lesquelles les contrats vont se former (B).

A. La mainmise du marché sur les processus d'admission et de radiation des contrats financiers

226. Le processus d'intégration d'un nouveau contrat financier sur un marché réglementé doit respecter la procédure prévue par le Code monétaire et financier qui laisse aux entreprises de marché le soin d'en établir les modalités. Cette compétence s'étend également aux éventuels cas de suspension des négociations relatives à ce contrat financier, tout comme aux hypothèses de sa radiation, celui-ci pouvant en effet être retiré du marché.

L'article L. 421-14 du Code monétaire et financier prévoit que « *l'admission d'instruments financiers et des actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 aux négociations sur un marché réglementé est décidée par l'entreprise de marché, conformément aux règles du marché concerné [...]* ». Les règles de négociation de NYSE-Euronext prévoient quant à elles qu' « avant d'admettre aux négociations un Instrument dérivé en tant qu'Instrument financier admis, l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente vérifie que la conception d'un tel Instrument dérivé permet une valorisation ordonnée et des conditions de règlement efficaces et rentre en conformité avec les dispositions de l'article 37 du règlement européen 1287/2006/EC du 10 août 2006 »³⁷⁹. L'article L. 421-14 du Code monétaire et financier illustre déjà un recul du droit qui se refuse à s'ingérer dans les affaires des marchés : il laisse ces derniers libres de

³⁷⁷ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, p. 248.

³⁷⁸ Art L. 421-11 C. mon. fin.

³⁷⁹ Art. 5103/1 du Livre I des règles de négociation d'Euronext.

déterminer quel instrument financier admettre, ce qui concerne par extension les contrats financiers, et sur la base de quels critères. L'article 37 du règlement CE n°1287/2006 de la commission du 10 août 2006 auquel renvoient les règles de NYSE-Euronext exige quant à lui que les marchés réglementés vérifient que certaines conditions sont remplies³⁸⁰. Or, aucune ne prend en considération la nature du sous-jacent et seul compte le fait qu'il ne soit pas incompatible avec l'intérêt et l'efficacité du marché. Ainsi, à partir du moment où un bien sera considéré comme pouvant faire l'objet d'un marché, il n'y a aucune possibilité d'empêcher ce choix du marché.

227. Même si un contrat financier a été admis aux négociations au sein du marché réglementé, l'entreprise de marché dispose de prérogatives lui permettant d'en suspendre les négociations³⁸¹. L'article 5404/1 des règles de négociation harmonisées d'Euronext laisse à l'entreprise de marché la possibilité de décider, « [...] de radier un Instrument Dérivé [...] pour une série de raisons, notamment : (a) la radiation d'un des instruments sous-jacents au contrat lorsque ledit instrument était précédemment admis aux négociations sur un Marché réglementé ou un marché organisé établi en dehors de l'Espace Économique Européen ; (b) la disparition de l'indice sous-jacent ; (c) un manque de liquidité [...] ». Une suspension temporaire des négociations portant sur un instrument financier est également envisageable « lorsqu'un instrument financier ou les conditions de sa négociation n'obéissent plus aux règles du marché réglementé, sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché »³⁸².

³⁸⁰ Art. 37 du règlement CE n°1287/2006 : « Lorsqu'ils admettent à la négociation un instrument financier appartenant aux catégories énumérées à l'annexe I, section C, points 4 à 10, de la directive 2004/39/CE, les marchés réglementés vérifient que les conditions suivantes sont remplies: Les conditions qui doivent être vérifiées sont : les clauses du contrat constituant l'instrument financier doivent être claires et sans ambiguïté et permettre d'établir une corrélation entre le prix de cet instrument et le prix ou toute autre mesure de la valeur de son sous-jacent; b) le prix ou toute autre mesure de la valeur du sous-jacent doit être fiable et publiquement disponible; c) les informations nécessaires et suffisantes pour évaluer l'instrument dérivé doivent être publiquement disponibles; d) le mode de détermination du prix de règlement du contrat doit assurer que ce prix reflète de manière appropriée le prix ou toute autre mesure de la valeur du sous-jacent; e) lorsque l'instrument dérivé doit ou peut être réglé par la livraison d'une valeur ou d'un actif sous-jacent en lieu et place d'un règlement en espèces, il doit exister, d'une part, un dispositif approprié qui permette aux participants du marché d'obtenir des informations pertinentes sur le sous-jacent et, de l'autre, des procédures appropriées de règlement et de livraison pour ce sous-jacent. »

³⁸¹ Cette possibilité est prévue à l'article 5402/1 des règles de négociation harmonisées d'Euronext qui précise que « [...] l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente peut suspendre ou limiter l'accès à la négociation d'un Instrument Dérivé, ou prendre toute autre mesure jugée nécessaire, en vue de maintenir le bon fonctionnement du marché [...] ».

³⁸² A.-D. MERVILLE, *L'essentiel du droit financier*, Issy-les-Moulineaux, Gualino Lextenso éditions, Les carrés, 2016, p. 18.

228. Aucune disposition ne laisse entendre que le marché pourrait renoncer à créer un nouveau contrat financier pour des considérations telles que la crainte d'une perturbation du marché physique. L'admission, la suspension et la radiation d'un contrat financier sont réalisées uniquement sur la base de considérations relatives à l'intérêt du marché, ce qui se constate d'autant plus que les modèles de contrats sont standardisés afin de maximiser le volume d'opérations, et donc la liquidité du marché.

B. L'élaboration de modèles de contrats standardisés

229. Outre la liberté de conclure ou non un contrat, chaque individu doit en principe pouvoir déterminer son contenu en accord avec son vis-à-vis³⁸³. Si le marché se contentait de suivre ces règles, il s'exposerait néanmoins à des problèmes de liquidité incompatibles avec son fonctionnement. L'ensemble du contenu du contrat serait en effet soumis à leur accord préalable, et chaque élément serait alors susceptible de faire l'objet d'une négociation qui ralentirait la conclusion du contrat et pourrait même y faire échec. Or, le propre des contrats financiers utilisés pour maîtriser les risques de prix est de dépendre du cours des actifs sous-jacents, et l'intérêt des marchés financiers est de permettre de diluer ce risque entre le plus grand nombre de personnes. Cela suppose donc que le marché facilite la formation d'un maximum de contrats³⁸⁴. C'est pourquoi qu'ils soient réglementés ou non, les marchés ont établi des règles destinées à incorporer de la liquidité afin que les contrats se concluent plus facilement et plus rapidement entre le plus grand nombre d'opérateurs possible. En dérogeant à la liberté contractuelle en imposant un formalisme aux contrats conclus, ces normes encadrent le processus de rencontre des volontés et contribuent à le rendre plus rapide en supprimant la phase des négociations. En effet, les conventions se forment plus simplement lorsque les consentements des acheteurs et des vendeurs portent sur des éléments qui ont déjà été déterminés et qui ont déjà reçu leur accord. En forçant le trait, il serait possible de dire qu'il ne s'agit plus pour les opérateurs d'établir des contrats en fonction de leurs besoins, mais d'adapter leurs besoins en fonction des contrats disponibles.

³⁸³ J. CARBONNIER, *Droit civil 4, Les obligations, Thémis. Droit privé*, Paris, PUF, 22^e éd., 2000, p. 42.

³⁸⁴ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, n° 396, p. 271 ; Au regard de l'imprécision des règles de marché et des discussions qui existent sur la nature juridique à conférer à l'opération qui permet à un opérateur de se retirer, certains auteurs ont pu relever que le terme de dénouement était le plus approprié, en raison de son absence de sens juridique précis. V. T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°1169, p. 745.

230. Les marchés réglementés procèdent ainsi à une standardisation obligatoire des contrats (1), ce qui a d'ailleurs inspiré les marchés de gré à gré qui proposent également des modèles de contrats auxquels les différents opérateurs peuvent choisir de recourir ou non (2).

1. La standardisation obligatoire des contrats sur les marchés réglementés

231. Sur les marchés réglementés au sein desquels l'objectif est en priorité de gérer les risques de prix, et où le transfert des marchandises n'a qu'une importance mineure, le besoin de liquidité est encore plus important. C'est pourquoi la phase de négociation a été réduite à son strict minimum, mais de manière non pas supplétive, mais impérative. La liberté dont jouissent les parties ne réside plus du tout dans leur capacité à déterminer le contenu des contrats. Celui-ci est prédéterminé par l'entreprise de marché qui établit –en ayant au besoin recours à des experts – des formules types de contrats qui vont correspondre aux besoins du plus grand nombre d'opérateurs et de permettre ainsi une répartition optimale du risque. Au final, ne reste aux opérateurs qu'un choix binaire : accepter de s'engager ou y renoncer, seul le prix auquel ils acceptent de s'engager pouvant encore être déterminé dans une certaine mesure (V. supra n° 151).

232. Comme sur les marchés de gré à gré, la convention va prendre la forme d'un document type précisant toutes les caractéristiques essentielles de l'engagement auxquelles les parties vont souscrire, y compris et c'est le plus important, son objet, le sous-jacent. En adhérant au marché, elles ont également accepté d'avoir comme seule possibilité de conclure des contrats élaborés par l'entreprise de marché. Elles n'ont dès lors plus qu'à émettre des propositions d'achat ou de vente aux prix qu'elles déterminent, le marché ayant quant à lui pour tâche de mettre en relation ces ordres lorsqu'ils coïncident afin qu'un contrat dont l'objet a déjà été déterminé puisse naître.

2. La standardisation facultative des contrats sur les marchés de gré à gré

233. S'ils permettent également aux opérateurs de maîtriser le risque de variation des prix, la moindre liquidité des marchés de gré à gré rend les stratégies de couverture plus complexes à mettre en œuvre que sur les marchés réglementés. En revanche, elles sont en contrepartie beaucoup plus précises puisque les contrats peuvent être entièrement façonnés par les parties. Ainsi, si un agriculteur souhaite se couvrir contre un risque affectant 238 tonnes de blé, il peut conclure un contrat portant spécifiquement sur 238 tonnes de blé, alors que sur un marché

réglementé, il ne peut par exemple conclure qu'un contrat portant sur 200 tonnes de blé, et n'est alors pas intégralement protégé contre le risque de prix.

234. La latitude laissée aux opérateurs dans la détermination du contenu du contrat s'accompagne ainsi d'une plus grande difficulté à trouver un cocontractant. Afin de limiter ce problème et de se rapprocher des marchés organisés, les marchés de gré à gré ont également édicté des modèles de contrats qu'ils proposent aux opérateurs. D'un point de vue économique, l'objectif visé est le même. Toutefois, compte tenu des différences structurelles qui existent avec les marchés organisés, la technique juridique utilisée diffère.

Sur ces marchés, la liberté contractuelle doit demeurer la règle. C'est pourquoi même si un grand pas a été franchi en faveur de la standardisation des contrats avec l'apparition de contrats standardisés établis par certaines organisations telles que l'*International Swap and Derivatives Association* (ISDA) ou l'*Association Française des Banques* (AFB), ils ne s'imposent pas aux opérateurs. Ces modèles de contrats constituent simplement une base de discussion dont les parties peuvent se contenter, mais également s'éloigner, puisque chaque élément du contenu du contrat doit pouvoir faire l'objet d'une discussion jusqu'à ce qu'un accord soit trouvé.

Dans la forme, il s'agit de contrats-cadres³⁸⁵, entendus comme « *une convention initiale qui prévoit la conclusion de contrats ultérieurs* »³⁸⁶. Ils sont ensuite complétés par des annexes dans lesquelles vont être précisées toutes les modifications apportées par les parties au contrat-cadre. Le fait que les cocontractants puissent choisir de reprendre en totalité les modalités établies par ces conventions, mais que celles-ci ne soient que supplétives à leur volonté constitue la principale différence avec le système mis en place par les marchés réglementés. Afin de respecter la liberté contractuelle, le processus de formation du contrat ne sera complet que lors de la conclusion de *confirmations*. Chaque confirmation est propre à une seule opération et en précise « *les détails économiques et financiers* », comme par exemple la date de paiement³⁸⁷. La *confirmation* forme avec la convention-cadre et l'annexe un contrat unique, et dans le cas

³⁸⁵ G. NEJMAN, *Les contrats de produits dérivés : aspects juridiques*, Bruxelles, Larcier, Les dossiers du journal des tribunaux, 1999, n°68, p. 116.

³⁸⁶ Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, Paris, Presses universitaires de France, 1, 11ème, 2016, Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique* (dir. Gerard Cornu), Paris, Quadrige, 12^e éd., 2017, V^o *contrat-cadre*.

³⁸⁷ G. NEJMAN, *Les contrats de produits dérivés : aspects juridiques*, Bruxelles, Larcier, Les dossiers du journal des tribunaux, 1999, p. 121 ; A. CAILLEMER DU FERRAGE, « *Les dérivés climatiques ou l'alchimie des temps modernes : comment faire de l'or avec de l'eau* », *Banque & Droit* 2000, n°72, p. 12.

où certaines dispositions rentrent en conflit avec les dispositions de ces deux documents, c'est toujours la confirmation qui va primer.

§2. La transformation des denrées alimentaires en référence économique de l'opération financière

L'article L211-1 A du Code monétaire et financier établit une liste presque infinie de sous-jacents pouvant faire l'objet d'un contrat financier, et les matières premières agricoles y côtoient d'autres sous-jacents parfois physiques également, comme le pétrole ou les minéraux, et financiers, comme des indices ou des taux. Du point de vue des marchés, la méthode juridique importe peu pourvu que tous les contrats financiers permettent de faire la même chose : spéculer. Cependant, en raison de leur origine, les contrats à terme, les contrats financiers relatifs aux denrées alimentaires ne fonctionnent pas comme les autres contrats portant sur un actif purement financier. La différence fondamentale qui existe entre la technique contractuelle utilisée pour maîtriser les variations de prix et celle qui est utilisée au sein des marchés financiers depuis le XVII^e siècle concerne le contenu du contrat. Le modèle d'origine du contrat à terme avait pour objet les denrées alimentaires, et il était principalement utilisé à des fins de couverture par ceux qui en avaient besoin pour gérer le risque de prix (V. supra n°38). Si un individu souhaitait spéculer, il devait obligatoirement acquérir la propriété du bien avant de pouvoir réaliser un éventuel profit en le vendant à un prix supérieur à un tiers.

235. Pour se libérer des contraintes liées à la détention physique des marchandises telles que leur acheminement ou leur stockage, il a fallu trouver une technique pour « finançariser » les marchandises, et les transformer en simple « *sous-jacent* »³⁸⁸, afin de les réduire à un simple « *référent économique* ». En effet, les marchandises en tant que telles n'intéressent plus la grande majorité de leurs utilisateurs qui focalisent leur attention sur la valeur qui leur est attachée. Sans présumer si ce désintérêt a fondé les modifications des obligations contractuelles, ou si la modification des obligations contractuelles a entraîné cette augmentation de l'intérêt des opérateurs pour la valeur des marchandises plutôt que pour leur « *corps* », il est certain que ces deux éléments sont intimement liés³⁸⁹.

³⁸⁸ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, p. 226.

³⁸⁹ Cela se manifeste clairement à travers les dispositions qui prévoient qu'en cas de différence entre la qualité des denrées que l'acheteur a payé et celles qui lui sont livrées, une différence sera versée ou perçue afin de compenser le gain réalisé ou la perte subie.

236. Ce passage du contrat à terme au contrat financier repose sur un mécanisme à double détente qui repose sur l'intégration du contrat au sein d'une opération plus globale, l'opération de marché. Celle-ci aura une échéance qui correspond très exactement au terme suspensif du contrat, et va ainsi mettre en concurrence pendant une même période de temps les règles de marché et le contenu du contrat. Or, pendant ce laps de temps, l'exigibilité des obligations du contrat est suspendue par un terme, tandis que les règles de marché vont s'appliquer, dont celles qui vont permettre à l'opérateur de se désengager à tout moment.

237. Le désengagement repose sur la conclusion d'un nouveau contrat symétriquement inverse au premier (V. infra n°338). Si *Primus* s'est engagé en tant qu'acheteur, en concluant un nouveau contrat, il sera alors engagé en tant que vendeur. La chambre de compensation se substituant ensuite au marché dès l'enregistrement de la transaction, *Primus* sera engagé deux fois avec cette dernière. Il sera donc à la fois acheteur et vendeur à l'égard de la chambre de compensation, ce qui lui permettra de réclamer la compensation de obligations (V. infra n°348), qui aura pour effet d'entraîner l'extinction de ses obligations en laissant subsister une somme à régler ou à percevoir correspondant à la différence de valeur entre les deux contrats conclus, représentant donc l'évolution des cours entre la conclusion du contrat initial, et la conclusion de ce dernier contrat.

Tout cela ayant lieu pendant la période d'inexigibilité du contrat, celui-ci aura donc été éteint avant d'avoir produit un effet patrimonial : celui qui s'était engagé à vendre n'aura rien vendu, et celui qui s'était engagé à acheter n'aura rien acheté. Par conséquent, si des effets sont produits par l'opération dans cet intervalle de temps, le contrat, quant à lui, n'en aura produit aucun. Les marchandises qui en sont l'objet n'auront donc eu aucun rôle à jouer au titre du contrat.

238. En faisant des matières premières un simple référent économique des contrats financiers, les règles de marché ont permis de se débarrasser de tout ce qui peut être considéré comme superflu lorsque seule la valeur d'un bien est nécessaire, et donc que l'on souhaite uniquement maîtriser des variations de prix. Si seule la valeur du blé est intéressante, nul besoin d'aller regarder de trop près sa qualité. Seules importent sa valeur, sa quantité, et sa large disponibilité à l'achat et à la vente, et c'est pourquoi les engagements ont pu être standardisés.

§3. L'intégration de l'aléa dans une opération basée sur un contrat commutatif

239. Pour qu'il y ait spéculation, il faut qu'il y ait aléa. Et si le contrat initial ne comporte aucune part d'aléa, cela ne devrait pas non plus être le cas pour le second contrat dont l'existence résulte d'une simple novation par changement de sujet (infra n°307). Et c'est le cas. Pour la partie des obligations qui sont reprises du contrat initial, l'aléa n'est pas présent. Cela permet de montrer une nouvelle fois la différence entre les contrats financiers relatifs à des marchandises et les autres contrats financiers. Pour les premiers, l'obligation de livraison de la marchandise et de paiement du prix à terme sont définitivement fixées, et donc contraires à l'idée d'aléa. Pour les seconds, ces obligations n'existent pas et l'ensemble des obligations est constitué par le règlement d'une somme d'argent dont le montant varie en fonction d'éléments indépendants de la volonté des parties, ce qui correspond très exactement à la définition d'un pari.

Primus	Prix de marché	Obligations	
		Du marché - Appels de marge	Du contrat - Paiement du prix
Ouverture de la position	200€	0	0

Maintien de la position	210€	+ 10€	0
Maintien de la position	190€	- 20€	0
Survenance du terme	190€	+ 10€	- 200€

240. L'existence de l'aléa au sein du second contrat résulte en réalité de la combinaison de plusieurs facteurs. Le premier, c'est l'existence d'une nouvelle obligation périodique due à la chambre de compensation ou par celle-ci à compter de l'enregistrement du contrat (V. supra n°215). Cette obligation, si elle n'est pas aléatoire dans son existence, l'est dans son étendue, mais d'une manière tout à fait singulière. En effet, supposons que *Primus* ait une position ouverte pendant 10 jours. Il devra répondre à un appel de marge chaque jour, et va se retrouver en situation de créancier ou de débiteur en fonction de l'évolution des cours. Pour autant, s'il reste engagé jusqu'à la survenance du terme, ces obligations périodiques seront nécessairement nulles. S'il s'était engagé à acheter du blé à 200€, il paiera 200€. Même si le cours du blé a chuté à 150€, il paiera tout de même cette somme.

241. Prenons l'exemple de *Primus* qui se positionne en tant qu'acheteur de blé à 200€ trois jours avant la survenance du terme, et doit donc régler trois appels de marges successifs. Supposons que le prix de marché augmente à 210€ à l'issue de la première journée, il percevra un gain de 10€. En effet, s'il souhaitait se désengager directement, il conclurait un nouveau contrat qui aurait une valeur de 210€. Une soustraction de la valeur du premier contrat à la valeur du second contrat fait apparaître un reliquat de 10€ en sa faveur, qu'il perçoit donc. À l'issue de la deuxième journée, le prix chute en revanche à 190€, et *Primus* se retrouve donc débiteur de la somme de 20€. Le jour de la survenance du terme, le prix est resté à 190€. Cependant, l'ultime appel de marge viendra ici neutraliser l'appel de marge précédent via une comparaison entre le cours de marché actuel et celui au jour duquel la position a été ouverte. *Primus* va donc percevoir 10€ d'une part au titre de l'ultime appel de marge, et devra ensuite verser les 200€ pour acheter la marchandise. Cet ultime d'appel de marge « *inversé* » est indispensable pour qu'il y ait réalisation d'une véritable opération de couverture. S'il n'avait pas lieu, *Primus* serait débiteur de 200€ au titre de l'obligation de paiement de la marchandise, et aurait en plus perdu 10€ en raison de la chute du prix de marché, au titre de son obligation

de règlement des marges. Cela ne pourrait donc pas correspondre à une obligation de couverture.

242. En cas de survenance du terme, et donc d'exécution « *normale* » du contrat, l'ultime appel de marge vient donc nécessairement neutraliser tous les autres, et retirer le caractère aléatoire de l'opération. L'aléa n'aura donc l'occasion de se manifester qu'en cas de désengagement de *Primus*, la conclusion de la nouvelle opération cristallisant les gains et les pertes en figeant la valeur du contrat au niveau du prix du marché, lequel est traduit par l'obligation de règlement des marges. Or, comme l'obligation de règlement des marges dont elle est tributaire, la faculté de désengagement n'intègre le contrat que par le jeu des règles de marché. Les obligations du contrat au sens strict ne comportent aucun aléa, à la différence d'un pari.

243. Or, la situation est différente pour les autres contrats financiers dès lors que pour ces derniers, l'ultime appel de marge fixe la différence de valeur du contrat entre l'ouverture de la position et la survenance de l'échéance, et détermine en même temps les sommes qui vont être versées par les uns et les autres. Dans cette hypothèse, il n'y a alors pas besoin de nullifier l'aléa produit par l'obligation de règlement des marges. Toutes les obligations de l'opération sont en effet de même nature et se confondent dans leur exécution : l'obligation de règlement des marges est monétaire, et le règlement différentiel à l'échéance également, celui-ci déterminant une dette ou une créance selon que la position initiale a une valeur plus grande ou plus faible que la position à l'échéance.

244. L'ultime appel de marge vient donc ici cristalliser l'aléa au lieu de le supprimer, ce qui permet de confirmer que l'aléa, présent par nature dans les contrats financiers portant sur des sous-jacents financiers ou du moins non livrables, constitue l'objet de ces contrats, qui doivent recevoir la qualification de paris financiers. *A contrario*, lorsque les obligations du contrat et du marché n'ont pas la même nature, le contrat n'est en lui-même pas un pari, ce sont les règles de marché qui viennent « *parasiter* » le contrat et qui, prises isolément, constituent un pari.

* * *

*

CONCLUSION DU CHAPITRE 1.

245. L'entreprise de marché a reçu de l'état une délégation de pouvoir lui permettant d'édicter des règles contraignantes qui vont lui permettre d'exercer une réelle emprise sur les contrats financiers. Elle va pouvoir déterminer quels seront les modèles de contrats qui seront proposés à ceux qui souhaiteront s'engager, et prendre plusieurs mesures destinées à s'assurer de la solvabilité des uns et des autres. La standardisation des contrats participe ainsi à garantir la liquidité du marché, et donc l'augmentation du nombre de transactions, tandis que les procédures de surveillance des opérateurs en augmentent la sécurité. Combiné à son pouvoir d'organisation du marché, le pouvoir de l'entreprise de marché sur la détermination du contenu du contrat lui a permis de les insérer dans des opérations, consacrant le passage d'un contrat commercial à une opération spéculative.

Chapitre II

L’INFLUENCE DU MARCHÉ SUR LE PROCESSUS DE FORMATION DES PRIX

247. Les variations du prix des denrées alimentaires étant l'un des points majeurs des problèmes de sécurité alimentaire, et l'implication du rôle des marchés financiers dans celles-ci étant sujet à de vastes controverses, l'étude des facteurs juridiques de sa détermination est nécessaire. Seulement, le droit civil ne s'occupe que de façon résiduelle du prix payé, « *[l]a raison de ce désintérêt [tenant] dans une pesée des enjeux en présence : il est plus important d'assurer la sécurité juridique des conventions, que de chercher à tout prix le respect du juste prix, en sacrifiant à la stabilité des ventes* »³⁹⁰. L'une des spécificités des contrats financiers réside dans la conception et les rapports qu'entretiennent les prix de chacun des contrats pris individuellement avec le prix global du marché. Si les prix des contrats envisagés individuellement et le prix du marché ne peuvent pas être assimilables, leurs rapports n'en sont pas moins étroits. Le premier se fait par référence au second, et le second a besoin de l'ensemble des premiers pour être constitué.

248. La fixation du prix des différentes obligations monétaires dues dans le cadre de l'exécution d'une obligation de marché se fait donc toujours par référence au prix de marché (Section 1), sur lequel l'entreprise de marché a une certaine emprise (Section 2).

Section 1. LA FIXATION DU PRIX DES DIFFÉRENTES OBLIGATIONS MONÉTAIRE DUES DANS LE CADRE DE L’EXÉCUTION D’UNE OBLIGATION DE MARCHÉ

249. L'étude du processus de détermination du prix d'un contrat financier permet de mettre en lumière l'originalité du prix d'un contrat financier par rapport au prix d'un contrat « *classique* », entendu ici comme un contrat qui n'est pas conclu au sein d'un marché financier réglementé. En droit des contrats, le prix d'un contrat est la somme d'argent qui représente la

³⁹⁰ L. RUET, « *Les 4 fonctions du prix* », *LPA* 2005, n°144, p. 4.

contrepartie d'un bien ou d'une prestation dans le cadre de contrats synallagmatiques conclus à titre onéreux. En principe, et même s'il existe un certain nombre d'exceptions, le prix du contrat est déterminé par les parties ou par une seule d'entre elles, sous réserve de ne pas commettre d'abus dans sa détermination. Dans le contrat de vente, son existence est essentielle. Il s'agit même de « *L'élément le plus caractéristique de la vente est l'existence d'un prix, qui la différencie d'autres actes juridiques* »³⁹¹.

250. Si dans le cas d'un contrat financier relatif à des matières premières agricoles, le prix conserve sa fonction de contrepartie du paiement de ces dernières, son importance est en pratique très réduite dès lors qu'il est imbriqué dans une opération dans laquelle il n'est qu'une référence économique (§1), dont la détermination dépend non pas de la volonté des parties, mais de son indexation sur le prix du marché (§2).

§1. La faiblesse du rôle du prix du contrat dans le cadre d'une opération financière

251. Deux éléments diffèrent entre les acceptations du prix dans le contrat de vente dans sa forme la plus simple et dans les contrats financiers. D'une part, le prix produit en pratique moins souvent d'effets (A) comparativement aux autres sommes d'argent impliquées dans l'exécution de l'opération financière (B).

A. Le prix du contrat, simple référence économique

252. Le prix d'un contrat de vente, qu'il soit ou non assorti d'un terme, représente toujours la somme d'argent que l'acheteur entend verser au vendeur en contrepartie du bien que celui-ci doit lui livrer. Si l'on se tient à la seule lecture de la définition d'un contrat financier, rien ne laisse penser que ce type de convention présente une quelconque originalité, celui-ci n'étant finalement qu'un contrat de vente assortie d'un terme suspensif (V. infra n°406). Ce contrat comporte donc un prix correspondant à la valeur de son objet, une marchandise. Cependant, comme il est inséré dans une opération qui va souvent le priver d'effets, ce sont les règles de marché et les obligations qu'elles imposent aux parties qui vont réellement produire des effets

³⁹¹ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, n°67, p. 59.

patrimoniaux, la marchandise et le prix qui y est associé étant relégués au rôle de simple référence économique.

253. La dualité des sources d'obligations auxquelles sont soumises les parties à un contrat financier, à savoir les obligations issues du marché d'une part, et du contrat d'autre part, introduit des interrogations quant à la nature des sommes d'argent versées au cours de la formation et de l'exécution des contrats financiers. Si le contrat financier support de l'opération financière se confondait parfaitement avec celle-ci, alors le terme suspensif devrait affecter l'ensemble des obligations de l'opération. Par conséquent, aucun versement monétaire ne devrait être susceptible d'intervenir avant la survenance du terme suspensif. Cependant, les opérations financières ne fonctionnent pas de cette façon. Le contrat financier n'est la source que d'une partie des obligations auxquelles l'opération de marché donne naissance. Et dans la pratique, ce n'est pas la plus systématique.

254. Dans l'enceinte des marchés financiers, le prix des marchandises est ainsi beaucoup plus utilisé comme simple référence pour la détermination de la valeur du contrat, qu'en tant que contrepartie d'une obligation de délivrance, celle-ci n'ayant pratiquement jamais lieu. Au contraire, les sommes versées à titre de garantie afin de permettre la naissance de l'opération de marché et au cours de son exécution produisent systématiquement des effets. Lorsque la spéculation reposait sur la conclusion de contrats à terme (V. supra n°38), le prix du contrat constituait à la fois une référence économique en ce qu'il correspondait à la valeur des marchandises avant que le temps s'écoule, et la contrepartie d'une obligation de délivrance exécutée de façon certaine, sauf accord des parties. Mais dans le cadre d'une opération financière, si le prix représente techniquement toujours la contrepartie de l'obligation de délivrance, il n'y a pratiquement jamais exécution des obligations du contrat, les opérateurs préférant se désengager avant la survenance du terme. Dans l'immense majorité des cas, le prix du contrat a donc perdu sa fonction primaire au profit d'une fonction de pure référence économique.

B. Prééminence des autres sommes versées dans le cadre d'une opération financière

255. Même si le prix du contrat n'en fait pas partie, l'exécution d'une opération de marché implique le versement de plusieurs sommes d'argent. Cependant, ni les sommes versées à

l'occasion de la formation du contrat ni les sommes versées au cours de son exécution jusqu'à la survenance du terme ne sauraient être assimilées à un prix ou à une fraction de celui-ci.

256. S'agissant de la somme versée à l'occasion de la formation du contrat en guise de couverture (V. supra n°212) celles-ci ne sauraient être analysées comme une fraction du prix du contrat. D'abord parce que le Code monétaire et financier précise explicitement qu'il s'agit d'une garantie³⁹² qui peut prendre la forme d'un versement d'une somme d'argent, mais également d'autres formes (remises d'instruments financiers, de créances, etc.³⁹³), ce qui contribue à les disqualifier en tant que prix³⁹⁴. Ensuite parce que dès lors que le contrat est exécuté ou que l'opérateur se désengage³⁹⁵ elles sont restituées³⁹⁶. Certes, il est courant de voir l'acheteur verser une partie du prix au vendeur avant la délivrance effective du bien par ce dernier, comme lors du versement d'acomptes ou d'arrhes³⁹⁷, mais cette qualification ne peut être retenue, car ces sommes ne sont jamais restituées en cas de conclusion du contrat. Or, dès lors que ces sommes sont affectées à la couverture d'un risque de défaillance, celles-ci doivent être restituées à celui qui les a versées dès que ce risque de défaillance disparaît. La fiche technique (V. annexe) du contrat à terme sur le blé de meunerie du marché NYSE-Euronext prévoit par exemple que « *La chambre de compensation libère les divers dépôts de garantie susvisés à réception de l'avis d'exécution du contrat [...] signé par l'acheteur et le vendeur* »³⁹⁸. Cela a pu conduire les auteurs à les qualifier de fiducie-sûreté, entendue comme « *le contrat par lequel une personne aliène à une autre un bien corporel ou incorporel afin de garantir une*

³⁹² Art. L. 440-7 C. mon. fin. : « *Les dépôts effectués par les donneurs d'ordre auprès des prestataires de services d'investissement, des adhérents d'une chambre de compensation ou effectués par ces adhérents auprès d'une telle chambre en couverture ou garantie des positions prises sur des instruments financiers prennent la forme d'une garantie financière prévue à l'article L. 211-38 ou de toute autre forme prévue par les règles de fonctionnement.* »

³⁹³ Art. L. 211-38 C. mon. fin.

³⁹⁴ Même s'il est vrai qu'il est possible d'affecter autre chose que de l'argent à cette garantie, les biens affectés le sont toujours par référence à une somme d'argent déterminée par le marché.

³⁹⁵ Certains auteurs considèrent que la compensation qui résulte du désengagement correspond à un véritable mode d'exécution du contrat.

³⁹⁶ I. NAJJAR, « *La couverture du marché à terme* », S. 1993, n°7, p. 45.

³⁹⁷ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, n°109, p. 84 ; A. BÉNABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, Paris, Montchestien, Domat, 12^e éd., 2017, n°113, p. 82 ; F. COLLART DUTILLEUL, P. DELEBECQUE, *Contrats civils et commerciaux*, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 10^e éd., 2015, n°338, p.313 et n°96, p. 106.

³⁹⁸ Art. 21 de la fiche technique du contrat portant sur le blé de meunerie. Les fiches techniques des autres contrats portant sur d'autres matières premières agricoles comportent la même disposition en leurs articles 20.

créance à charge pour l'acquéreur de retransférer le bien lorsque la garantie n'a plus lieu de jouer »³⁹⁹.

257. De la même manière, les sommes réclamées par la chambre de compensation de façon régulière au cours de l'exécution des contrats ne correspondent pas plus au paiement du prix du contrat qui unit l'acheteur et le vendeur. Elles visent simplement à ajuster le montant du dépôt de garantie initial aux variations de prix, ce qui implique que cette obligation peut être due de la part de celui qui est engagé en tant que vendeur comme de la part de celui qui est engagé en tant qu'acheteur. Certes, l'acheteur est débiteur du versement du prix du contrat, et que l'on peut assez aisément envisager qu'il en verse une partie avant même l'exécution du contrat. En revanche, le vendeur est quant à lui débiteur d'une obligation de délivrer la marchandise, et considérer les appels de marge comme un versement anticipé du prix du contrat reviendrait à exiger de lui l'exécution d'une part d'une obligation dont il est créancier.

§2. La détermination systématique du prix du contrat par référence au prix du marché

258. Seul le prix de marché à une importance dans la détermination de l'étendue des différentes obligations monétaires de l'opération financière. Le fait de déterminer l'étendue de différentes obligations par référence à un prix du marché constitue une situation que le droit des contrats connaît et qui ne pose aucun problème pourvu que cela résulte de l'accord des parties. La Cour de cassation a ainsi eu l'occasion de se prononcer sur la validité d'une vente dont le prix était déterminé par le marché, dans la mesure où aucune des parties n'avait assez de pouvoir pour réellement peser sur le prix de marché⁴⁰⁰.

Ainsi, au sein des marchés financiers, la volonté des parties ne joue aucun rôle et s'efface derrière le prix de marché dont les évolutions vont guider la détermination du prix du contrat financier (A) et l'étendue des autres obligations monétaires de l'opération de marché (B).

³⁹⁹ C. WITZ, *La fiducie en droit français*, Economica, 1981, n°151, cité par T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°902, p. 1026.

⁴⁰⁰ Cass. Com. 21 mars 1983, Bull. Civ. I, n°110 ; V. P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, n°208, p. 160.

A. La détermination du prix du contrat financier

259. La détermination du prix est traditionnellement laissée à la discrétion des parties, même s'il est de plus en plus fréquent que l'un des cocontractants puisse imposer sa volonté à l'autre, soit parce que la loi le lui permet expressément⁴⁰¹, soit parce que la situation fait que dans la pratique, l'une des parties est soumise à la volonté de l'autre. En tout état de cause, le prix reste sous l'emprise des parties, qui peuvent certes se référer à des éléments extérieurs pour en fixer le montant, mais sans que cela ne leur soit imposé. Il est, sauf quelques rares hypothèses⁴⁰², loisible aux parties de fixer un prix qui n'est pas le prix de marché, entendu ici comme le prix que la plupart des gens seraient finalement disposés à payer pour un même bien. Et en réalité, cela ne pose guère de question, dès lors que la situation et les motivations de chaque individu vont faire varier la volonté d'acquérir ce bien, et par extension le prix que chacun sera prêt à payer⁴⁰³.

260. Au sein des marchés financiers, l'engagement de chaque opérateur repose sur la transmission d'un ordre de bourse à un intermédiaire qui va à son tour le transmettre au marché. Les ordres sont ensuite classés d'abord par type (plus l'opérateur est disposé à se soumettre au prix du marché, et plus son ordre sera traité prioritairement), puis par ordre d'arrivée, le premier arrivé étant le premier servi (V. supra n°278). Or, le prix n'est jamais totalement laissé à la discréption des parties, et il faut analyser la manière dont les contrats sont formés pour le percevoir.

En effet, le type d'ordre qu'il est possible d'émettre est limité et ne détermine jamais directement un prix. Il existe d'abord les ordres basés sur des seuils que l'opérateur ne souhaite pas franchir et qui présentent l'avantage de ne pas présenter de risque de perte pour celui qui s'engage, en contrepartie d'un risque d'impossibilité de trouver une contrepartie en cas d'ordre trop éloigné des réalités du marché. L'ordre, et donc le consentement, n'est valable qu'au-dessus ou en dessous d'un certain prix de marché déterminé par l'émetteur. Si le prix de marché ne se situe pas dans la plage correspondant aux désirs de celui qui entend s'engager, alors l'ordre ne sera pas exécuté. Il existe ensuite les ordres qui s'adaptent automatiquement

⁴⁰¹ V. l'article 1164 du Code civil relatif aux contrats cadres et qui précise dans son premier alinéa que « *Dans les contrats cadre, il peut être convenu que le prix sera fixé unilatéralement par l'une des parties, à charge pour elle d'en motiver le montant en cas de contestation* ».

⁴⁰² Principalement les hypothèses du prix vil et de la lésion.

⁴⁰³ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, n°201, p. 153.

aux réalités du marché ; cette fois, l'opérateur consent à travers son ordre à acheter ou à vendre au prix du marché, quel qu'il soit. Dans cette hypothèse, l'ordre a de grandes chances de permettre la conclusion d'un contrat, mais présente en contrepartie le risque d'induire des pertes pour celui qui s'engage, dès lors qu'il n'exerce plus de contrôle direct sur le prix qu'il va payer ou recevoir.

261. Ces deux types d'ordres montrent qu'en réalité, le prix n'est jamais déterminé par les parties. Il est toujours déterminable, par un mécanisme qui échappe totalement à la volonté des parties, et qui se fonde toujours sur le reste des ordres émis. Dans le cas des ordres basés sur des seuils, même si vendeur déclare vendre à partir de 100€, il ne sait pas s'il vendra à 100€, 110€ ou 150€, cela dépendra des autres ordres qui seront émis et traités en même temps que le sien. Dans le cas d'un ordre au marché, il n'aura même pas cette sécurité, et ne pourra compter que sur sa connaissance de l'état du marché. Quoi qu'il en soit, le prix est toujours déterminé conformément à des règles établies par un tiers au contrat. Cela signifie également qu'un ordre qui serait trop en décalage avec le prix du marché n'aurait pratiquement aucune chance d'être exécuté (sauf bien sûr s'il est beaucoup plus « généreux » que le marché, auquel cas il trouvera immédiatement une contrepartie). Si un acheteur souhaite acheter 50 tonnes de blé, mais pas à plus de 100€, alors que sur le marché, le blé coûte 200 €, son ordre sera transmis au marché parce qu'il est parfaitement valide d'un point de vue juridique, mais il ne sera pas exécuté en l'état actuel du marché parce qu'il n'est pas cohérent d'un point de vue économique. Or, en dehors du marché, une situation où un vendeur réussirait à acheter du blé à 100€ alors que le prix auquel il est le plus souvent échangé est à 200€ aurait une probabilité certes faible, mais néanmoins plus importante de survenir.

262. Cela s'explique par la différence de méthode de rencontre des volontés au sein du marché et en dehors du marché. En dehors du marché, le choix du cocontractant est libre, sauf exception rarissime (ex : assureur automobile). Cela signifie concrètement que sauf règles spéciales, si *Primus* souhaite vendre son bien à *Secundus* pour 100€, il est tout à fait libre de le faire même si *Tertius* lui en propose le double au même moment. Au sein des marchés financiers, *Primus*, *Secundus* et *Tertius* ne se connaissent pas. *Primus* va émettre son offre de vente, *Secundus* et *Tertius* leurs offres d'achat, et le marché va déterminer qui de *Secundus* ou de *Tertius* va voir son ordre rapproché de celui de *Primus*. La liberté de choix du cocontractant n'existe plus et les « anomalies » liées aux appréciations subjectives et à la volonté des uns et des autres, et qui pourraient faire que *Primus* choisisse de prendre *Secundus* comme cocontractant alors que *Tertius* lui propose un meilleur prix, sont dans le même temps

supprimées. Si au regard des méthodes de rencontre des volontés telles que déterminées par le marché, le fait de faire se rencontrer les ordres de *Primus* et *Secundus* présente plus d'intérêt pour le bon fonctionnement du marché que le fait de faire se rencontrer les ordres de *Primus* et *Tertius*, alors les ordres de *Primus* et *Secundus* se rencontreront. En acceptant de se soumettre aux règles du marché, ils ont tous accepté de se plier aux méthodes de formation du contrat qui y sont en vigueur⁴⁰⁴.

263. Le prix du contrat est donc déterminé par le prix des offres de contrats qui seront émises pendant la même période. Le prix ne résulte plus d'une négociation bilatérale, il découle d'une mise en concurrence des différents cocontractants potentiels, dont le résultat ne va pas dépendre de la volonté des acheteurs et des vendeurs qui n'ont rien à dire quant à l'identité de celui envers qui ils seront créanciers et débiteurs, mais du mode de confrontation des ordres édicté par l'entreprise de marché.

B. La détermination de l'étendue des autres obligations monétaires dues dans le cadre de l'exécution de l'opération de marché

264. Si la chambre de compensation ne peut décider seule des sommes qui doivent être versées par ceux qui s'engagent, elle a en revanche le pouvoir de déterminer comment elles sont calculées. L'article 541-31 du règlement général de l'AMF précise en effet que « *Les règles de fonctionnement de la chambre de compensation précisent les principes régissant la détermination : Des dépôts de garantie, des marges et, plus généralement, des couvertures, quelle que soit leur dénomination, que les adhérents compensateurs doivent verser pour couvrir leurs engagements ou positions, et les délais de mise à disposition desdites couvertures à la chambre* ». Juridiquement, les différentes sommes qui sont impliquées dans la formation et l'exécution des contrats financiers ne dépendent donc jamais de la volonté des opérateurs. Seule l'entreprise de marché exerce une influence sur sa détermination en édictant les modalités du rapprochement des ordres (V. supra n°151).

Ainsi, le prix du contrat correspond à une cristallisation du prix du marché au moment où l'ordre de l'acheteur est rapproché de l'ordre du vendeur, conformément aux règles établies par l'entreprise de marché. Le montant du dépôt de garantie initial est alors à son tour indexé sur la

⁴⁰⁴ Sur les méthodes de cotation, V. A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, n°66 s.

valeur du contrat. Par conséquent, il dépend également du prix de marché de manière indirecte. Enfin, la détermination de l'étendue de l'obligation de couverture périodique répond à une logique identique dans la même situation puisqu'elle varie en fonction des évolutions du prix de marché entre le jour de la formation du contrat et le jour où la couverture est réclamée. Elle est basée sur le « cours de compensation », lequel correspond à une moyenne calculée par la chambre de compensation, à l'issue de chaque journée de cotation⁴⁰⁵, et qui représente concrètement ce qui devrait être payé par un opérateur qui souhaiterait se désengager.

Section 2. L'INFLUENCE DES RÈGLES DE MARCHÉ SUR LA DÉTERMINATION DU PRIX DE MARCHÉ

265. Le prix du contrat et le prix de marché sont très liés, le premier est toujours déterminé par référence au second, lequel est également déterminé par rapport à la valeur des premiers. Pour reprendre l'expression de Monsieur Laurent RUET, « *le marché précède le contrat* »⁴⁰⁶. En effet, la détermination juridique du prix du contrat qui unit deux opérateurs se fait toujours par référence au prix de marché, dont les règles de détermination sont déterminées par les règles de marché. Il y a donc une hiérarchie chronologique : le prix des contrats se déduit du prix de marché. Il est alors permis de se demander si le contraire ne serait pas plus logique. Si l'on considère qu'un prix de marché représente à un niveau économique la confrontation de l'offre et de la demande, et à un niveau juridique la moyenne des prix pratiqués lors de la conclusion des contrats de vente, alors le prix des contrats devrait précéder les prix de marché. Cette interrogation pourrait être relativisée si tous les contrats s'exécutaient, car dans cette hypothèse, le prix de marché aurait une véritable corrélation avec le prix du contrat. D'un point de vue juridique, le prix du marché permettrait de fixer celui des contrats de vente à terme qui s'exécuteront, et le prix des contrats de vente à terme qui se sont formés et qui s'exécuteront nécessairement contribueront à l'évolution du prix de marché. Cette relation d'interdépendance est d'ailleurs celle que l'on peut constater dans d'autres types de marchés. Par exemple, le prix de marché d'une baguette de pain dépend de celui que proposent l'ensemble des boulangeries, et qui est accepté par l'ensemble des clients, chaque boulanger adaptant ce prix en fonction des

⁴⁰⁵ V. P. STÉPHAN, « Le cours de Bourse : Les cours sur MATIF », in Etudes sur le cours de bourse, *Economica*, 1997, n°74, p. 75 ; T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°1223, p. 783.

⁴⁰⁶ L. RUET, « *Les 4 fonctions du prix* », *LPA* 2005, n°144, p. 4.

spécificités de sa recette, de la concurrence avoisinante, etc. Néanmoins, dès lors que sur les marchés financiers, les contrats ne s'exécutent pas dans l'immense majorité des cas, cette adéquation disparaît.

266. Cette incohérence, grandement liée au pouvoir d'organisation du processus qui va conduire à l'établissement du prix de marché (§1), permet d'amorcer une réflexion sur ce qui est interdit, autorisé et pris en considération par l'entreprise de marché, afin de questionner la légitimité économique de ce prix de marché (§2).

§1. L'emprise de l'entreprise de marché sur l'établissement du prix de marché

267. L'analyse du processus de formation du contrat a montré que malgré l'exigence du consentement de ceux qui s'engagent, la détermination du prix du contrat se fait toujours par référence au prix de marché. Dès lors, il est très important de comprendre ce que représente le prix de marché (A) et la manière dont il s'établit (B).

A. La notion de prix de marché

268. Le vocabulaire est juristes et des économistes sont trompeurs pour les uns et les autres. Selon que l'on se situe dans l'univers économique ou juridique, la notion de « *prix de marché* » ne va pas être appréhendée de la même manière, et c'est pourquoi quelques clarifications doivent être apportées.

269. S'agissant d'abord du *prix*, celui-ci représente économiquement le résultat de la confrontation libre et éclairée de l'offre et de la demande⁴⁰⁷. Tandis que pour le juriste, il s'agit de la « *somme d'argent1 que l'acquéreur doit payer au vendeur en contrepartie de l'aliénation de la chose transmise* »⁴⁰⁸. Ainsi, les deux définitions ne sont pas identiques. Offre et demande auraient pour équivalent deux propositions d'achat pour l'une et de vente pour l'autre. Mais pour le juriste, il faut en réalité que l'une succède à l'autre, il faut une offre et une acceptation, une rencontre des volontés. C'est uniquement lors de la réunion des deux que le contrat sera formé, et que le prix sera déterminé.

⁴⁰⁷ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, p. 153.

⁴⁰⁸ *ibid.*,

270. S’agissant ensuite du *marché*, celui-ci peut recouvrir plusieurs acceptations, mais celles correspondant au « *lieu des échanges relatifs à un bien* », et à « *l’ensemble des échanges relatifs à ce même bien* » seront privilégiées. Il peut sembler étrange de retenir deux acceptations différentes, mais elles sont en réalité très liées, dès lors que tous les échanges relatifs à un bien sont dans le cas de notre étude circonscrits à un lieu, et à la réglementation qui y est attachée.

271. Le prix de marché d’un contrat financier portant sur une matière agricole est représenté par son « *cours* ». Il y a donc une parfaite analogie entre ces deux dénominations. Selon un auteur, « *On appelle cours de bourse le prix atteint par une valeur mobilière au cours d'une séance de la bourse* »⁴⁰⁹. Le « *prix de marché* » fait ainsi référence à la valeur à laquelle est cotée un contrat portant sur une matière première agricole. Cela confère aux notions de cours de bourse et de prix de marché des sens similaires⁴¹⁰, dès lors que « *le cours de bourse est tout d'abord un prix, celui auquel les transactions se réalisent* »⁴¹¹. Le prix de marché est en définitive celui sur lequel vont s'accorder deux opérateurs dont les ordres auront été mis en relation par le marché, et il est d'une certaine façon unique, puisque dès qu'un accord va être formé, un nouveau prix de marché va résulter de la confrontation des autres ordres.

272. En théorie, le cours d’une matière première est donc censé représenter le prix que la majorité des donneurs d’ordres sont disposés à payer ou accepter pour l’acheter ou la vendre. Mais cela n’est que de la théorie lorsque l’on sait que les contrats ne s’exécutent pratiquement jamais, et donc que le consentement pour « *acheter une marchandise* » n’est donné que de manière purement formelle, afin de permettre la naissance de l’opération financière. Cela devrait inviter à remettre en question le pouvoir d’influence qui lui est conféré, et à être vigilant sur le processus qui conduit à sa détermination.

B. Le processus de détermination du prix de marché

273. En réalité, le terme de « *prix de marché* » est révélateur de ce qu’il représente : le prix d’un marché. Le prix d’un marché, avec ses règles de fonctionnement, ses exigences quant aux conditions de formation des contrats et ses modalités de rencontre des volontés. En modifiant

⁴⁰⁹ M. GERMAIN, V. MAGNIER, G. RIPERT, R. ROBLOT, *Traité de droit des affaires - Tome 2, Les sociétés commerciales* (dir. Michel Germain), LGDJ, 22^e éd., 2017, n°2826, p. 958.

⁴¹⁰ D. VALETTE, « *Le cours de bourse - Réflexions autour d'une réalité juridique* », in *Études sur le cours de bourse*, Economica, 1997. Au terme de valeur mobilière peut être substitué celui de contrat financier sans que la définition ne perde sa pertinence.

⁴¹¹ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°829, p. 974.

quelques dispositions, il n'est pas dit que les types d'opérateurs en présence ne serait pas affecté, laissant une plus grande place aux acteurs commerciaux au détriment des financiers. Ainsi, si d'un point de vue économique, le prix de marché représente économiquement la confrontation de l'offre et de la demande. Cependant, et à bien des niveaux, le droit influence cette confrontation, et par extension la formation du prix de marché. L'entreprise de marché exerce en effet une influence indirecte sur le prix de marché en modulant les conditions nécessaires à la formation des contrats et en organisant la phase de rencontre des volontés des différents opérateurs.

274. Dès lors que les obligations du contrat financier sont suspendues à un terme et que les parties ne sont pas tenues de les exécuter immédiatement, plusieurs possibilités s'ouvrent pour le marché. N'ayant pas à exiger que les opérateurs et les intermédiaires qui les représentent disposent dans leur patrimoine des ressources nécessaires à l'exécution de leurs obligations réciproques, ils peuvent se permettre de les laisser s'engager plus librement. Or, juridiquement, cette liberté a en elle-même une influence sur la détermination du prix de marché. Certes, chaque opérateur doit verser un dépôt de garantie au marché lorsqu'il souhaite s'engager (V. supra n°212). Mais d'une part, cette somme ne représente qu'une part très réduite de la valeur du contrat qui l'unit à un autre opérateur. Et d'autre part, elle découle d'un lien qui l'unit non pas à cet opérateur, mais à la chambre de compensation, en tant que garante du bon fonctionnement du marché, même si elle est calculée par référence à la valeur du contrat qui l'unit à l'autre opérateur (V. supra n°264).

275. Plusieurs mécanismes viennent porter atteinte à la libre détermination par les parties de leur cocontractant. Parfois, ce sont les parties elles-mêmes qui renoncent au choix de leur cocontractant, en rendant leur offre acceptable par toute personne susceptible de remplir les conditions nécessaires à la formation du contrat. Dans d'autres circonstances, c'est le législateur qui va restreindre cette liberté ou la supprimer. Le législateur peut ainsi limiter les critères qu'il est loisible de retenir pour refuser de s'engager, comme en matière de droit de la concurrence⁴¹²,

⁴¹² L'article L. 442-5 du Code de commerce sanctionne ainsi le fait d'imposer de façon directe ou indirecte un caractère minimal au prix de revente d'un produit ou d'un bien.

de droit de la consommation⁴¹³, de droit du travail⁴¹⁴ et même en propriété industrielle⁴¹⁵. Mais celui qui souhaite s'engager peut également voir sa liberté de choisir supprimée, comme lorsqu'une personne est bénéficiaire d'un droit de préemption. De la même manière, les règles des marchés financiers portent également une certaine atteinte au choix du cocontractant, et cette atteinte a une influence directe sur la formation du prix de marché.

276. Cette organisation met en place un cadre de formation des contrats multilatéral distinct de celui, bilatéral, du Code civil. Un cadre où le contrat, s'il représente toujours un lien d'obligations entre deux personnes au stade de son exécution, s'inscrit dans une logique multilatérale s'agissant de sa formation : il n'y a plus au stade de la formation du contrat un lien entre deux personnes identifiées qui déterminent ensemble le contenu de l'accord. Or, même si cela n'est pas nécessairement suffisant pour refuser la qualification de contrat aux opérations boursières, la rencontre des volontés ne procède plus de la rencontre d'une offre et d'une acceptation⁴¹⁶. Elle résulte de la confrontation des consentements, matérialisés sous la forme « *d'ordres* », qui s'organise en fonction d'une hiérarchie préétablie et indépendante de la volonté des individus. Si cette méthode permet de donner naissance à des contrats, elle contribue aussi à façonner le prix de marché. En effet, ce sont les consentements de tous ceux qui s'engagent en tant qu'acheteurs ou vendeurs qui vont déterminer le prix du contrat.

277. D'un point de vue subjectif, ces consentements peuvent résulter d'autant de paramètres qu'il existe d'individus. Mais d'un point de vue objectif, ceux émis par les uns sont rapprochés à ceux des autres en fonction de règles qui leur échappent afin de donner potentiellement naissance à des contrats⁴¹⁷. Mais juridiquement, aucun élément affectant l'abondance ou la

⁴¹³ L'article L. 122-1 du Code de la consommation prévoit qu'« *Il est interdit de refuser à un consommateur la vente d'un produit ou la prestation d'un service, sauf motif légitime, et de subordonner la vente d'un produit à l'achat d'une quantité imposée ou à l'achat concomitant d'un autre produit ou d'un autre service ainsi que de subordonner la prestation d'un service à celle d'un autre service ou à l'achat d'un produit.* »

⁴¹⁴ L'article L. 1134-1 du Code du travail précise les éléments sur lesquels il est impossible de fonder une décision de s'engager ou non.

⁴¹⁵ Il s'agit ici de l'hypothèse d'une licence pour défaut d'exploitation, délivrée par le tribunal de grande instance conformément à l'article L 613-11 du Code de la propriété industrielle. Cette licence « *frappe le titulaire d'un brevet qui n'exploite pas la création et s'oppose à la conclusion d'une licence d'exploitation sollicitée par un tiers. Dans une telle situation, le public ne peut pas avoir accès au bénéfice de l'invention [...]* ». C. BERNAULT, J.-P. CLAVIER, *Dictionnaire de droit de la propriété intellectuelle*, Paris, Ellipses, 2^e éd., 2015, V. *Licence pour défaut d'exploitation*, p. 288.

⁴¹⁶ Il faut alors, pour sauver la qualification de contrat, adopter une approche nominaliste. V. F. COLLART DUTILLEUL, « Quelle place pour le contrat dans l'ordonnancement juridique ? », in La nouvelle crise du contrat (dir. C. Jamin et D. Mazeaud), D., Coll. Thèmes et Documentaires, 2003.

⁴¹⁷ Le terme de confrontation n'est pas anodin : le formalisme du consentement va déterminer sa priorité. Ainsi, plus un ordre va comporter de risques pour celui qui l'émet, c'est-à-dire plus l'opérateur va

rareté des denrées alimentaires n'a d'effet direct sur le prix de marché de ces denrées. Le seul lien qui peut exister entre ces variations du prix de marché et ces évènements réside dans leur intégration par les opérateurs dans le processus décisionnel qui précède l'émission de leur consentement. Si un grand nombre d'acheteurs décident de consentir uniquement à un prix plus faible que l'année précédente du fait d'une récolte annuelle particulièrement abondante par exemple, alors le prix de marché va mécaniquement baisser. Mais si l'on prend l'hypothèse où tous ces acheteurs ne sont pas au courant de l'abondance de cette récolte, alors le prix va rester au même niveau puisqu'ils n'ont alors aucune raison de consentir à un prix plus bas. Cela montre bien que juridiquement, ce ne sont pas les évènements réels qui affectent l'établissement du prix de marché, seulement ceux pris en compte par les opérateurs au moment de l'émission de leur consentement.

278. Les facteurs juridiques participant à la détermination du prix de marché sont donc au nombre de deux : les prix auxquels les acheteurs et les vendeurs acceptent de s'engager et qui sont manifestés par l'émission de leurs consentements, et la méthode selon laquelle les règles de marché vont organiser la rencontre des consentements. Elles vont décider des ordres qui vont être exécutés et de l'ordre de passage des uns et des autres, ce qui revient finalement à déterminer quels seront les contrats qui vont être conclus. Or, ce qui sera le prix de marché est « *le prix auquel le plus grand nombre de transactions pourront être conclues* ». Dès lors, le prix du contrat est, au moment où il se forme, très exactement exact au prix du marché. Immédiatement après la formation de ce contrat, le prix de marché est susceptible de varier, puisque les prochains ordres à être exécutés ne le seront pas nécessairement au même prix (même si c'est une possibilité). Après la formation de chaque contrat entre opérateurs, le prix de marché va ainsi se réajuster en fonction des autres ordres en présence.

Supposons par exemple qu'à l'issue d'une journée de bourse, le prix du contrat financier portant sur le blé soit de 100€. *Primus*, *Secundus* et *Tertius* souhaitent vendre respectivement « *au prix du marché* » pour *Primus*, et « *au meilleur prix* » pour *Secundus* et *Tertius*, sachant que *Secundus* a émis son ordre avant *Tertius*, et que *Primus* a émis son ordre en dernier. En face, *Quartus* et *Quintus* souhaitent acheter du blé, mais tous deux « *au meilleur prix* », *Quartus* étant le premier à avoir émis son ordre. *Sextus*, quant à lui, ne souhaite pas acheter si le prix dépasse 105€. Le marché va d'abord exécuter les ordres de *Primus* et *Sextus*, étant donné qu'ils ont émis

accepter de se soumettre au prix du marché, et plus il aura de chance d'être exécuté, et de donner naissance à un contrat.

les ordres prioritaires⁴¹⁸. Le prix de marché va ensuite être recalculé en fonction des ordres restant, et cela sera au tour des ordres de *Secundus* et de *Quartus* d'être liés. Enfin, si le prix de marché ne dépasse pas les 105€, alors les ordres de *Sextus* et de *Tertius* seront exécutés. Si ce n'est pas le cas, ils ne seront pas exécutés.

279. Nous voyons donc bien que la façon dont les ordres sont confrontés par le marché a une influence directe sur la détermination du prix de marché. Les règles de priorité des ordres vont *in fine* déterminer la façon dont le prix de marché va varier. Chaque contrat, une fois conclu, va faire varier le prix de marché.

§2. Les interrogations quant à la légitimité du prix de marché

280. Il y a un double désintérêt du droit par rapport à la question du prix des matières premières. Le désengagement de l'État qui avait pourtant parfois été jusqu'à contrôler le prix de certains biens en faveur du développement d'une économie de marché d'une part⁴¹⁹. Et les réticences du droit civil à contrôler le prix des contrats, qu'il laisse à l'appréciation des parties. Le plus souvent, il se contente de vérifier que le consentement n'est pas vicié. Pour autant, même en l'absence de tout vice de consentement, le fonctionnement des marchés financiers nous semble susceptible d'affecter la détermination du prix de marché, et de l'éloigner de la valeur marchande des biens (A), notamment à cause de mécanismes spéculatifs que le droit ignore (B).

A. L'absence d'équivalence entre un prix de marché physique et un prix de marché financier

281. Le prix de marché représente certes la confrontation de l'offre et de la demande, mais c'est au sens où l'entreprise de marché l'entend, dans des conditions qu'elle a déterminées (V. supra n°288). Or, ces règles permettant aux contrats financiers de ne pratiquement jamais s'exécuter comme des contrats de vente, cela permet de s'interroger sur la légitimité du prix de marché qu'ils contribuent à former. Pour que le prix de marché représente bien la valeur d'une marchandise, il faut une adéquation entre ce que le prix de chacun des contrats qui contribue à

⁴¹⁸ Les ordres au prix du marché sont prioritaires par rapport aux ordres qui doivent être exécutés à un cours précis.

⁴¹⁹ V. D. GAURIER, « Contrôle des prix », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 209.

sa formation représente. Il doit donc être déterminé par rapport à des contrats qui donnent lieu à un transfert de propriété. Dans un contrat de vente, l'obligation de l'acheteur est de payer le prix, tandis que celle du vendeur est de délivrer la marchandise. Puisqu'au regard des documents contractuels relatifs aux contrats financiers sur matières premières agricoles, les obligations des parties sont celles d'un contrat de vente, alors il devrait être possible de retrouver cette adéquation, et d'avoir un prix de marché formé à partir de véritables contrats de vente.

282. Cependant, les obligations qui émanent du marché et qui infiltrent le contenu du contrat bouleversent cet équilibre. De fait, elles permettent de produire un certain nombre d'effets dans le patrimoine des uns et des autres, en se basant sur la seule valeur d'un contrat présenté comme un contrat de vente à terme, mais qui ne donnent pas toujours lieu à une vente.

En effet, si pour tous les contrats conclus au sein d'un marché, chaque opérateur a la volonté de prendre livraison de la marchandise, et que le contrat s'exécute par une livraison, alors le prix payé est conforme à ce qui est reçu en contrepartie. Si tout opérateur qui paye 150€ pour se faire livrer une tonne de maïs se fait effectivement livrer une tonne de maïs, alors le prix de marché sera certes en corrélation juridique avec le prix du contrat, mais également avec la valeur de la marchandise, car les obligations juridiques du contrat correspondent à l'opération économique réalisée. En revanche, dans l'hypothèse où le contrat ne s'exécute pas, son prix ne constitue qu'une simple référence économique servant à déterminer l'étendue des obligations qui découlent de l'opération financière (V. supra n°252).

283. La première consiste à se fonder sur une dissociation des deux contrats qui unissent les acheteurs et les vendeurs entre eux d'une part, et chacun de ces derniers au marché. Dans cette hypothèse, même si le contrat ne s'exécute pas dans l'immense majorité des cas, cela ne suffit pas à remettre en cause le rôle du prix en tant que contrepartie de la délivrance de la marchandise. En effet, même si ce n'est que rarement le cas, le contrat qui unit l'acheteur au vendeur peut toujours être exécuté s'ils restent engagés jusqu'à la survenance du terme. En ce sens, la seule possibilité d'une exécution du contrat empêche de remettre en cause la qualification de « *prix* » du contrat. L'absence d'exécution des obligations de ce contrat résulte des mécanismes de marché qui y sont donc extérieurs, mais le contrat qui unit l'acheteur et le vendeur demeure bel et bien une vente, et la somme devant être versée en cas d'exécution reste donc bien son prix.

284. Envisagé dans le cadre d'une opération, le prix du contrat financier, ne représente pas la même chose que le prix d'un contrat de vente. Si l'on l'isole des obligations nées du marché, le « *prix* » du contrat qui unit les acheteurs au vendeurs correspond certes à celui d'un contrat de vente. Il représente bel et bien la contrepartie de la livraison de la marchandise. Néanmoins, comme nous avons eu l'occasion de le mentionner, les opérations financières ne donneront pratiquement jamais lieu à une livraison effective des denrées alimentaires. Les seules sommes qui seront donc versées dans l'immense majorité des contrats le seront donc en vertu des règles de marché (V. supra n°251), et celles-ci ne représentent pas le prix du contrat qui unit l'acheteur au vendeur. Il nous semble alors difficile de construire un prix de marché représentant la valeur marchande d'un bien sur la base de contrats qui, s'ils peuvent s'exécuter comme des contrats translatifs de propriété, ne le sont finalement jamais.

B. Les pratiques de marché pouvant perturber le prix de marché

285. Deux pratiques de marché sont particulièrement susceptibles de perturber la loi économique de l'offre et de la demande. Il s'agit du trading algorithmique, qui sert de fondement au trading à haute fréquence (1), et des apporteurs de liquidité (2).

1. Le trading algorithmique

286. Tout comme l'effet de levier (V. supra n°166), le développement de l'informatique a une influence sur la formation du prix de marché. En effet, l'accélération de la vitesse de transmission et de traitement des informations permettent aux donneurs d'ordres et aux transmetteurs d'ordres d'utiliser des logiciels afin de programmer les conditions dans lesquelles ils souhaitent passer des ordres d'achat ou de vente plus vite qu'ils ne pourraient le faire eux-mêmes.

287. De façon synthétique, si le prix du blé est à 100€ la tonne, un donneur d'ordre peut décider d'acheter si le prix baisse d'un euro, et de vendre dès qu'il remonte à plus d'un euro par rapport aux prix du dernier achat. Si l'on transpose cette situation à un marché physique où les interlocuteurs devraient discuter face à face pour contracter, des variations de prix aussi faibles ne justifieraient pas nécessairement la conclusion systématique de nouveaux contrats, les bénéfices seraient trop faibles au regard des formalités à respecter. Par conséquent, seules des variations de prix conséquentes justifieraient la conclusion d'une série de contrats à des fins spéculatives.

288. Mais les améliorations technologiques qui ont été intégrées aux marchés financiers ont changé la donne. Et de la même façon qu'en physique, les règles qui gouvernent l'infiniment grand et l'infiniment petit ne sont pas identiques, les règles qui gouvernent les marchés physiques et celles qui gouvernent les marchés financiers sont différentes. Il est aujourd'hui possible pour un donneur d'ordre d'avoir recours à des logiciels qui vont se charger de passer les ordres conformément à une liste d'instructions qu'il aura lui-même établies. Le trading algorithmique consiste ainsi pour un opérateur à avoir recours à un logiciel pour automatiser l'émission de ses ordres, de son consentement. Cette technique de trading consiste pour un opérateur à « *tirer parti d'écart (parfois minimes) de prix ou d'anomalies de marché constatés et de réaliser des gains en exécutant des ordres dans des plages temporaires proches de la nanoseconde en ayant recours à des algorithmes mathématiques, mis en œuvre par des moyens informatiques* »⁴²⁰. Il s'agit donc de programmer dans un logiciel des paramètres tels que les conditions de déclenchement d'un ordre, le moment où il va être émis, la quantité de contrats à conclure, ou encore le prix auquel il faut acheter ou vendre. Une fois le logiciel programmé, l'utilisateur n'a plus besoin d'intervenir et la machine prend le relai. Ces instructions sont gérées par un algorithme plus ou moins élaboré en fonction des désirs du donneur d'ordre, et vont être exécutées en fonction des évolutions du prix de marché.

289. Dans le cas où le prix de marché est de 100€, un opérateur pourrait programmer le logiciel pour qu'il émette un ordre d'achat dès que le prix diminue de 2 centimes par rapport à ce prix de référence, puis un ordre de vente dès que le prix repart à la hausse d'un centime par rapport au prix d'achat. Si un tel ordre était émis par un être humain, le profit serait dérisoire au regard du temps passé à émettre l'ordre et à le transmettre au marché. Vu sous cet angle, le profit est minime et seules des variations du prix de marché d'une certaine importance peuvent justifier qu'un opérateur émettre un ordre d'achat ou de vente. Et en réalité, il y a fort à parier que la plupart du temps, le temps de réaction nécessaire rendrait impossible la passation de certains ordres.

290. Cependant, si les règles de marché limitent le nombre de positions qu'un opérateur peut détenir en même temps (V. supra n°120), le nombre d'ordres qu'un opérateur peut émettre dans un intervalle de temps donné n'est pas limité. Cela a permis le développement d'une technique dérivée du trading algorithmique, le trading à haute fréquence, qui consiste à émettre un

⁴²⁰ B. BRÉHIER, « *Réflexions morales et éthiques autour de la loi de séparation bancaire* », RDBF 2014, n°3, Dossier "La banque et la morale", dossier 23.

maximum d'ordres dans un laps de temps infime. Ces ordres n'ont qu'une durée de vie très limitée, souvent inférieure à la seconde, et visent à profiter d'écart de prix infimes que même le plus rapide des humains ne pourrait même pas percevoir. Dès que l'écart de prix programmé est constaté, un ordre est émis par le logiciel, ce qui peut arriver plusieurs fois par secondes. Ce système permet donc de réaliser des gains en effectuant des transactions non pas qualitatives – qui résulteraient d'une véritable anticipation à court, moyen ou long terme des prix du marché –, mais quantitatives, en cumulant des profits dont le montant est plus faible, mais dont la fréquence est beaucoup plus élevée. Le développement de ce système pousse même les sociétés qui proposent ce système d'émission des ordres à vouloir se rapprocher physiquement des plateformes d'échange, afin de profiter de délai de transmission d'information réduits.

291. L'influence de ces algorithmes sur la détermination du prix de marché est risqué, car par définition, l'algorithme va émettre des ordres conformément aux instructions qui ont été programmées, sans que personne ne puisse contrôler chacun d'entre eux. Compte tenu du temps de réaction d'un être humain et du temps d'exécution d'un ordre par l'ordinateur, le temps qu'une personne constate un défaut dans l'algorithme et le corrige, une multitude d'ordres auront pu être exécutés, influençant le prix de marché et éventuellement le fonctionnement d'autres algorithmes, générant un bouleversement systémique.

292. Cela soulève également des interrogations quant à la façon dont le consentement est émis. Si le droit des contrats pose comme condition de validité de la formation d'un contrat l'existence d'un consentement sain⁴²¹ et exempt de vices⁴²², aucune mention n'est faite quant au « *consentement assisté par ordinateur* ». Certes, le fait d'avoir recours à un algorithme peut être interprété comme une sorte de mandat qui ne différerait guère de celui qu'un mandataire pourrait confier à un mandant qu'il estimerait plus à même de repérer des opportunités qu'il aurait lui-même du mal à percevoir. L'utilisation de logiciels destinés à émettre automatiquement des consentements au meilleur moment possible existe déjà, notamment sur les sites internet d'enchères où il est possible pour un utilisateur de demander à émettre une offre « *au dernier moment* ». Néanmoins, les capacités d'une machine dépassent de loin ce qu'il est humainement possible de faire, ce qui permet de s'interroger sur la légitimité d'un prix de marché qui serait formé par des ordres émis massivement par des logiciels, à une vitesse humainement impossible à atteindre. Certes, il y a toujours un donneur d'ordre à l'origine de la

⁴²¹ Art. 1129 du Code civil.

⁴²² Art. 1130 du Code civil.

programmation du logiciel, mais aucun humain ne pourrait saisir à temps les variations infimes du prix de marché et en tirer profit en émettant une multitude d'ordres en l'espace d'une fraction de seconde.

293. L'une des raisons de la difficulté de réguler le trading à haute fréquence réside dans le désengagement de l'État du processus d'élaboration des règles de marché dont il a laissé la charge à l'entreprise de marché qui doit préserver l'intérêt du marché (V. supra n°116). En effet, depuis que la directive MIF a supprimé l'obligation de concentration des ordres qui impliquait que « *un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé ne pouvait en principe être négocié en dehors de son marché de cotation* »⁴²³ et favorisé l'émergence d'autres plateformes permettant leur émission, la rivalité entre structures concurrentes a eu pour conséquence l'augmentation du seuil d'ordres qu'il était possible d'émettre sans conclure de transaction – pour un seul opérateur – sans subir de pénalité financière. Initialement, de 10 ordres passés pour un contrat conclu, ce ratio est passé à 100 ordres passés pour un contrat conclu⁴²⁴. En effet, dès lors qu'une entreprise de marché est en concurrence avec d'autres plateformes de négociations sur lesquelles d'autres règles sont en vigueur, elle doit proposer des règles attractives sur tous les aspects susceptibles d'intéresser les opérateurs, lesquels relèvent principalement de la liquidité ou de la sécurité⁴²⁵. Partant, une entreprise de marché qui prendrait des mesures entravant la liquidité – comme une diminution du nombre de transactions qu'un opérateur peut conclure dans un laps de temps donné ou en exigeant qu'un certain pourcentage du nombre d'ordres passés soient exécutés – risquerait d'être moins attractive, et donc de porter atteinte à son propre intérêt.

2. Les apporteurs de liquidité

294. Les marchés financiers ont un besoin crucial de liquidité afin de s'assurer que les opérateurs puissent s'engager et se désengager à leur guise. Lorsque le marché est assez liquide,

⁴²³ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n° 442, p. 269.

⁴²⁴ « *Face à la concurrence des plateformes alternatives de négociation et compte tenu de la montée en puissance du trading haute fréquence (high frequency trading, ci-après « HFT »), Euronext a accéléré la modernisation de ses infrastructures et fait évoluer sa grille tarifaire. Entre janvier 2008 et mars 2009, le ratio ordres/transaction est passé de 10/1 à 30/1 puis enfin à 100/1, et n'a pas évolué depuis* ». Décision de la commission des sanctions à l'égard des sociétés Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd, 4 décembre 2015,

⁴²⁵ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°834, p. 977.

il est très aisément de gérer uniquement la quantité de risque souhaitée. En revanche, si le marché perd en liquidité, le risque est de rester engagé contre son gré faute de pouvoir trouver un tiers avec qui s'engager pour pouvoir procéder au dénouement de sa position, sauf à accepter de se désengager en perdant de l'argent. Pour éviter cette situation, les marchés financiers peuvent conclure des « conventions de liquidité ». Sous réserve des « *principes énoncés dans une charte de déontologie élaborée par l'Association française des marchés financiers (AMAFI, anciennement AFEI) et approuvée par l'AMF* »⁴²⁶, ces pratiques ne sont pas considérées comme des manipulations de marché⁴²⁷. À notre connaissance, il n'y a pas eu de tels contrats sur les marchés de matières premières agricoles, cependant, il est permis de se demander si fondamentalement, cela ne correspond pas à une perturbation de la loi de l'offre et de la demande. Forcer le rééquilibrage semble correspondre à aller à l'encontre du libre établissement du prix de marché, dès lors que cela va empêcher les prix de monter ou baisser comme ils auraient dû le faire sans intervention⁴²⁸.

* * *

CONCLUSION DU CHAPITRE 2.

L'analyse de l'opération de marché révèle que le prix du contrat n'y a d'importance qu'au regard de l'opération dans laquelle il est insérée, dès lors qu'il lui confère sa valeur et sert ainsi de point d'ancrage pour déterminer les gains et les pertes de chacun. Sa détermination est en outre en grande partie influencée par les règles de marché qui organisent les modalités de rapprochement des ordres qui donneront naissance à l'opération de marché, ce qui contribue *in fine* à conférer à l'entreprise de marché un certain pouvoir sur la détermination du prix de marché. Si par exemple l'entreprise de marché décide d'augmenter ou de diminuer le montant

⁴²⁶ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°927, p. 573.

⁴²⁷ Il s'agit de « *pratiques de marché admises* », au sens de l'article 612-1 du règlement général de l'AMF qui précise que « Sont considérées comme des « *pratiques de marché admises* » les pratiques susceptibles d'être mises en œuvre sur un ou plusieurs marchés financiers et acceptées par l'AMF ».

⁴²⁸ Dans le cadre d'un contrat de liquidité sur actions, une décision de l'AMF de 21 mars 2011 a accepté une telle pratique, précisant que « Les interventions du prestataire de services d'investissement dans le cadre d'un contrat de liquidité sont réalisées sur un marché sur lequel peut exister un déséquilibre entre l'offre et la demande. Les opérations du prestataire de services d'investissement, qui ont pour objectif de maintenir la régularité de la cotation ou d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché, visent précisément à favoriser une interaction adéquate entre l'offre et la demande et constituent un facteur essentiel dans la sauvegarde du libre jeu des forces du marché ». V. AMF, Pratique de marché admise AMF n°2011-07 Contrat de liquidité sur actions, 2011, p. 1-2.

des dépôts de garanties indispensables à la conclusion de toute transaction, un nombre plus faible ou au contraire plus importants de contrats pourront être conclus, par un nombre réduit de personnes, ce qui pourrait causer des répercussions sur le prix de marché.

CONCLUSION DU TITRE 1

L'adaptation des contrats relatifs aux matières premières agricoles se manifeste donc par l'influence que l'entreprise de marché exerce à la fois sur le contenu des contrats négociés et sur la façon dont les volontés des donneurs d'ordres vont être mises en relation, ce qui illustre à quel point la liberté contractuelle recule pour n'être plus réduite qu'à son strict minimum : la liberté de choisir de s'engager ou de ne pas s'engager. Si une fois conclus, les contrats avaient donné lieu à de véritables transactions, il aurait encore été possible de s'accommoder de ces modifications sans grandes difficultés. Mais ces derniers, s'ils conservent leur noyau dur, à savoir qu'ils donnent toujours lieu à la livraison de la marchandise en échange de son paiement, sont très affectés par leur intégration dans une opération financière.

Celle-ci intègre des obligations issues des règles de marché qui sont exigibles immédiatement et qui contrastent avec l'absence d'effets du contrat, dont les obligations demeurent suspendues à un terme. Or, ces nouvelles obligations vont venir perturber le contrat de façon encore plus importante au cours de la phase d'exécution du contrat.

Titre 2.

L'EXÉCUTION ET LA QUALIFICATION DES CONTRATS FINANCIERS

295. Dès lors qu'un contrat financier est conclu, plusieurs mécanismes différents de ceux du droit commun des contrats vont s'activer. L'intérêt du marché, déjà présent lors de la phase qui précède la rencontre des volontés, va une nouvelle fois être au cœur des règles qui gouvernent l'exécution des contrats au sein des marchés financiers. Cependant, son influence est ici différent. Alors que la phase de rencontre des volontés a été globalement simplifiée par rapport aux règles de droit commun, la phase d'exécution du contrat présente un caractère plus complexe, avec l'apparition systématique d'obligations émanant du marché et qui vont se superposer à celles qui émanent simplement du contrat.

296. Pour l'ensemble des opérations financières, l'enregistrement de la transaction va constituer le point de départ du processus de création de l'opération de marché, lequel va modifier le contenu des engagements des parties au contrat initial (Chapitre 1). Mais pour l'ensemble des marchandises livrables dont font partie les denrées alimentaires, ces modifications sont d'une importance particulière, puisqu'elles affectent en profondeur la nature de l'opération (Chapitre 2).

Chapitre I

LES MODALITÉS D'EXÉCUTION DES CONTRATS FINANCIERS

298. Avant même la phase de formation du contrat et au cours de celle-ci, l'influence du marché était déjà perceptible à travers l'existence de nombreux mécanismes dérogatoires au droit commun. Cette influence, destinée à satisfaire les impératifs de liquidité et de sécurité du marché, s'est traduite par l'exigence de garanties de la part de ceux qui s'engagent et par le développement d'un formalisme contractuel propice à une conclusion rapide des contrats. Mais si elles s'étaient arrêtées au stade de la formation du contrat, les opportunités spéculatives que propose le marché n'auraient pas été les mêmes. Les fondations de ces « *temples de la spéculation* » ont été posées dès la formation du contrat, mais la clé de voute en est l'exécution. S'agissant des contrats relatifs aux matières premières agricoles, c'est en effet au cours de celle-ci que vont s'articuler différents mécanismes destinés à favoriser les pratiques spéculatives, et qui vont permettre aux uns et aux autres de réaliser des profits sans avoir à exécuter les obligations issues du contrat sur lequel est fondé l'opération financière.

299. Ces altérations du droit des contrats classique se manifestent particulièrement à travers l'intervention d'un organisme compensateur qui va venir perturber les rapports qui unissent les parties entre elles dès l'enregistrement de la transaction (Section 1). Cette intervention va elle-même servir de fondement à d'autres dérogations au droit commun, à travers la mise en place d'un mécanisme original de désengagement unilatéral (Section 2).

Section 1. L'INTERVENTION DE LA CHAMBRE DE COMPENSATION

300. L'organisme compensateur pourrait constituer un simple mécanisme de garantie qui permettrait aux opérateurs de se prévenir contre la défaillance de leur contrepartie. Mais en réalité, il est bien plus que cela. S'il est indéniable qu'il participe à la sécurisation des transactions, il contribue également à augmenter la liquidité du marché en permettant aux opérateurs de se retirer à tout moment du marché. Or, cela est lourd de conséquence, car cette faculté est intimement liée au processus de détermination du prix de celui-ci, et peut permettre de s'interroger sur sa légitimité, sa fixation résultant de contrats certes conclus, mais rarement

exécutés. C'est pourquoi dès lors que le mécanisme de la compensation est à l'origine de la faculté de désengagement des opérateurs, il nous semble important d'analyser la nature de l'intervention de la chambre de compensation sur les rapports d'obligations entre elle et les différents opérateurs (§1) afin de mieux en cerner les effets (§2).

§1. La nature de l'intervention de l'organisme compensateur

301. Si tôt l'appariement des ordres d'achat et de vente effectué par le marché et le contrat formé, le rapport originel – aussi réduit soit-il dans le sens où les parties ne sont nullement identifiées l'une par rapport à l'autre – est anéanti⁴²⁹. Un organisme compensateur va en effet se substituer à chacun des cocontractants dans les rapports qu'il entretient avec son vis-à-vis. L'organisme compensateur contribue largement au développement de l'activité spéculative, au même titre que la standardisation des contrats, et s'est ainsi vu confier de nombreuses prérogatives⁴³⁰ qui ont pu faire naître des interrogations au sujet du mécanisme juridique qui sous-tend son intervention (A) et sur la qualité qu'il acquiert au cours de celle-ci (B).

A. La technique juridique à l'origine de l'intervention de l'organisme compensateur

302. Plusieurs mécanismes juridiques permettent d'expliquer un changement de sujet ou d'objet dans un rapport contractuel. L'originalité de l'opération de marché rend difficile de retenir avec certitude un mécanisme plutôt qu'un autre, tous étant sujets à des critiques en raison de leur inaptitude à refléter précisément le processus d'intervention de l'organisme compensateur. Qu'il s'agisse du mécanisme juridique qui permet son interposition, ou de la

⁴²⁹ Une exception toutefois : les dispositions de l'article 1.3.2.5 des règles de la compensation précisent que « *LCH.Clearnet SA peut déterminer que certaines transactions, portant sur des valeurs mobilières qui doivent être enregistrées dans le système de compensation, ne donneront pas lieu à novation* ».

⁴³⁰ Art. L. 440-9 3° C. mon. fin. « *En cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires mentionnées au livre VI du code de commerce ou de toute procédure équivalente ouverte sur le fondement d'un droit étranger à l'encontre d'un adhérent d'une chambre de compensation ou de tout autre cas de défaillance de cet adhérent, la chambre peut, de plein droit et sans formalité : 2° Transférer chez un autre adhérent les positions enregistrées chez elle pour le compte des donneurs d'ordre de cet adhérent et les dépôts y afférents ; 3° Prendre toute autre disposition autorisée par ses règles de fonctionnement de nature à limiter ou à supprimer les risques auxquels elle est exposée, y compris, le cas échéant, la liquidation des actifs et positions détenus par l'adhérent compensateur défaillant pour le compte du donneur d'ordre. Tout excédent dont la chambre de compensation est redevable une fois qu'elle a achevé le processus de gestion de la défaillance de l'adhérent compensateur est restitué sans délai aux donneurs d'ordre lorsqu'ils sont connus de la contrepartie centrale ou, s'ils ne le sont pas, à l'adhérent compensateur pour le compte de ses donneurs d'ordre.* »

qualité juridique à attribuer à la Chambre, il y a toujours un ou plusieurs éléments qui ne correspondent pas parfaitement.

303. Les règles de marché se sont néanmoins prononcées en faveur d'un mécanisme qui, sans être totalement exempt de critique, semble le plus à même de refléter de façon exacte la situation juridique qui entoure l'intervention de la chambre de compensation, la novation (1). Pour tenter de répondre aux critiques avancées, il a tout de même fallu reconnaître à cette novation une certaine originalité par rapport à celle qui est présentée dans le Code civil (2).

1. Le mécanisme retenu par les règles de marché, la novation

304. Plusieurs mécanismes juridiques du droit des obligations ont été avancés pour expliquer l'intervention de la chambre de compensation. Ceux reposant sur une cession d'obligations ont eu assez peu de succès ; tant la cession de créance que la cession de dette s'étant révélés improches à refléter le fonctionnement d'une chambre de compensation financière⁴³¹. Ceux basés sur une substitution de personne semblaient plus proche de pouvoir appréhender l'ensemble du rôle de cet organisme. Cependant, tant la subrogation de l'article 1346-1 du Code civil⁴³² que la délégation⁴³³ n'ont pu être retenues. C'est donc finalement la novation qui a la préférence d'une majorité de la doctrine et des règles de marché qui s'y réfèrent et précisent

⁴³¹ Pour un exposé détaillé de ces théories, de leurs avantages et de leurs inconvénients, V. M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, préface de J. Béguin, Avant-propos de J.-J. Daigre, Paris, Dalloz, 2004, Nouvelle bibliothèque de thèses, tome 59, n°99 s., p.57 ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°376, p. 302 s.

⁴³² Art. 1346-1 C. civ. « *La subrogation conventionnelle s'opère à l'initiative du créancier lorsque celui-ci, recevant son paiement d'une tierce personne, la subroge dans ses droits contre le débiteur. Cette subrogation doit être expresse. Elle doit être consentie en même temps que le paiement, à moins que, dans un acte antérieur, le subrogeant n'ait manifesté la volonté que son cocontractant lui soit subrogé lors du paiement. La concormance de la subrogation et du paiement peut être prouvée par tous moyens* » ; Celle-ci est subordonnée à l'existence d'un paiement du tiers candidat à la subrogation au créancier. Au stade où la chambre de compensation intervient, il n'y a pas encore de créancier ou de débiteur identifié, les cours n'ayant pas varié. En outre, la variation des cours entraînerait un gain pour l'un des donneurs d'ordres, et une perte pour l'autre, ce qui fait que le mécanisme de la subrogation ne pourrait être appliqué qu'à celui d'entre eux qui se retrouverait débiteur de la chambre de compensation. M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, préface de J. Béguin, Avant-propos de J.-J. Daigre, Paris, Dalloz, 2004, Nouvelle bibliothèque de thèses, tome 59, n°130 s., p. 69-70 ; V. également T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°859, p.998 et I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, n°190, P. 132.

⁴³³ Sur les objections à la thèse de la délégation, M. Roussille, *La compensation multilatérale*, préf. J. Béguin, Dalloz, 2004, n°140 s., p. 73 s.

que le procédé est accepté par les adhérents compensateurs lorsqu'ils soumettent un ordre au marché⁴³⁴, ce qui permet de réaliser l'*animus novandi* de l'article 1330 du Code civil⁴³⁵.

305. L'article 1329 du Code civil précise que « La novation est un contrat qui a pour objet de substituer à une obligation, qu'elle éteint, une obligation nouvelle qu'elle crée. Elle peut avoir lieu par substitution d'obligation entre les mêmes parties, par changement de débiteur ou par changement de créancier ». Elle traduit donc l'extinction d'une obligation par la création d'une obligation nouvelle qui prend la place de l'ancienne, et a le mérite de justifier l'indépendance des positions de *Primus* et *Secundus* qui ont pourtant conclu ensemble un contrat initial. Cependant, plusieurs critiques ont été avancées, et nous reprendrons ici les critiques formulées par le professeur MULLER qui a émis des objections à l'existence même d'une novation, le professeur ROBINE exprimant quant à lui ses doutes sur la théorie plus précise du professeur RIASSETTO d'une « double novation », qui nous semble tout à fait soutenable.

306. La première des critiques à l'existence d'une novation, c'est que la novation suppose une obligation à éteindre, ce qui nécessite donc l'existence d'un lien juridique préexistant. Or, l'existence de ce lien a pu être contesté. Le professeur MULLER conteste ainsi que la transaction non enregistrée puisse constituer un contrat⁴³⁶. Cependant, telle n'est pas notre position. Certes, la façon dont les volontés se rencontrent est particulière, si tant est que l'on puisse réellement considérer qu'une telle rencontre a lieu. Certes, le contrat ne sera jamais exécuté puisqu'il sera instantanément soumis à la novation, et les obligations qu'il crée ne seront jamais exécutées, ce qui lui confère un caractère très artificiel. Néanmoins, son analyse repose sur une conception formaliste du contrat qui nous semble pouvoir être écartée si l'on privilégie au contraire une analyse nominaliste, et que l'on peut considérer qu'il y a là un véritable contrat (V. infra n°403). Madame MULLER précise également que la qualité de partie qu'acquerrait la Chambre de compensation à la suite de la novation « *ne correspond qu'imparfaitement au rôle joué par cet organisme dans l'exécution des obligations sur les marchés [dès lors que] les textes en vigueur maintiennent la nécessité d'un rapprochement entre acheteur et vendeur malgré la qualité de*

⁴³⁴ Article 1.3.2.3 des règles de la compensation de LCH Clearnet SA : « *L'Adhérent Compensateur, qui soumet à LCH.Clearnet SA des Transactions conformes aux critères listés à l'Article 1.3.1.6, accepte, par voie de conséquence, la novation* ».

⁴³⁵ Art. 1330 C. Civ : « *la novation ne se présume pas ; la volonté de l'opérer doit résulter clairement de l'acte* ».

⁴³⁶ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°383, p. 308.

*contrepartie universelle attribuée à la Chambre »*⁴³⁷. Son argument est intéressant puisqu'il se fonde sur l'hypothèse d'une livraison des instruments financiers. Elle indique que dans cette hypothèse, les « *textes en vigueur maintiennent la nécessité d'un rapprochement entre acheteur et vendeur malgré la qualité de contrepartie universelle attribuée à la Chambre. La novation [...] éteint les obligations préexistantes [...] Comment expliquer alors que celles-ci puissent, à l'échéance, revivre afin d'être exécutées entre les adhérents ?* »⁴³⁸. Comme l'indique le professeur DELOZIÈRE-LE FUR, la teneur des règles de marché sur cette question a assez peu évolué⁴³⁹. L'ancien article 1-3-0-4 du Règlement général du Conseil du marché à terme et les articles C 8.4 et C 1.7.4 des règles de la chambre de compensation du Matif s'exprimaient ainsi lorsqu'il y avait livraison de la marchandise : « *[La Chambre] fait connaître aux adhérents-acheteurs et aux adhérents-vendeurs leurs contreparties respectives, les actifs à échanger et les montants correspondants* ». Les règles de la compensation, malgré plusieurs changements, ont à chaque fois gardé le même vocabulaire, indiquant que la livraison s'opère en mettant « *face à face* » les opérateurs⁴⁴⁰. Il est vrai que ce choix peut prêter à confusion, et que le fait de considérer qu'il y a ou non face à face au moment de la livraison entraîne rétroactivement des conséquences sur l'analyse tout entière de l'opération de marché. Cependant, au regard de l'ensemble des dispositions applicables à la livraison et de leurs modalités, cela nous semble être plus une approximation dans le choix du vocabulaire qu'une véritable exigence juridique, et c'est pourquoi à notre avis la Chambre de compensation demeure bel et bien partie au contrat (V. infra n°310 s.).

2. L'originalité de la novation financière

307. Plus qu'une simple novation, le professeur RIASSETTO, souhaitant coller au mieux à ce qui se faisait en pratique, a émis l'hypothèse qu'il y aurait une « *double novation* » simultanée des rapports de *Primus* et *Secundus*⁴⁴¹, à la fois par changement de sujet et d'objet. Pour contester cette thèse, le professeur ROBINE a remarqué que la novation ne permettait pas la

⁴³⁷ *ibid.*

⁴³⁸ *ibid.*, V. également D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, préface de P. Le Cannu, Paris, LGDJ, 2003, Bibliothèque de droit privé, tome 400, n°351, p. 193.

⁴³⁹ A.-V. DELOZIÈRE-LE FUR, *La compensation dite multilatérale*, préface de A. Ghozi, Paris, France, Éd. Panthéon-Assas, LGDJ, 2002, p. 106, note 64.

⁴⁴⁰ Art. 3.4.1.10 des règles de la compensation.

⁴⁴¹ I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, n°196 s., p. 137 s.

création de deux liens d’obligation à partir d’un seul⁴⁴². Il précise que si *Primus* et *Secundus* sont engagés et que l’obligation de *Primus* est éteinte par la novation, *Primus* ne peut pas rester en même temps engagé. Comme il l’explique de façon très juste, s’il y a novation du rapport de *Primus* et que la Chambre prend sa place vis-à-vis de *Secundus*, alors *Primus* n’est plus engagé, et il ne peut pas y avoir ensuite novation du rapport de *Secundus* avec *Primus*, celui-ci n’existant plus. Comme l’indique le professeur ROBINE, cette objection avait été anticipée par le professeur RIASSETTO qui estimait qu’il y avait une « *double novation simultanée* »⁴⁴³. Pour autant, il ne semble pas envisageable pour le professeur ROBINE d’accepter qu’une novation simultanée puisse être possible alors qu’il serait impossible qu’elles interviennent successivement. Les professeurs ANDREU et THOMASSIN précisent également que « *la novation ne se résume pas à créer une obligation et en éteindre une autre. Elle établit une corrélation entre ces deux effets, de telle sorte que si l’un ou l’autre n’opère pas, c’est toute l’opération qui s’en trouve anéantie. [...] L’effet extinctif et l’effet créateur sont ici liés* »⁴⁴⁴. La pertinence de cet argument ne fait aucun doute. Il nous semble cependant que précisément qu’elle intervient de façon simultanée, la double novation peut-être envisagée, au prix, il faut en convenir, d’un certain « *forçage* » pour reprendre les mots du professeur DELOZIÈRE-LE FUR⁴⁴⁵.

308. Le professeur RIASSETTO estime qu’il y a à la fois une novation par changement de sujet et par changement d’objet. La novation par changement de sujet ne pose pas de difficulté tant elle est évidente. En revanche, la question de savoir s’il y a véritablement besoin d’avoir recours à une novation par changement d’objet mérite d’être posée en raison de l’apparition de l’obligation de couverture. Dès lors qu’il s’agit d’une obligation ayant une source réglementaire, elle est, dans sa source, indépendante des contrats conclus⁴⁴⁶. Par conséquent, il ne nous semble pas qu’elle trouve sa source dans la novation par changement d’objet. Il nous

⁴⁴² D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, préface de P. Le Cannu, Paris, LGDJ, 2003, Bibliothèque de droit privé, tome 400, n°347 s., spéc. n°348, p. 189 s ; M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, préface de J. Béguin, Avant-propos de J.-J. Daigre, Paris, Dalloz, 2004, Nouvelle bibliothèque de thèses, tome 59, n°186 s., p. 93 s.

⁴⁴³ I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, n°205, p. 143.

⁴⁴⁴ L. ANDREU, N. THOMASSIN, *Cours de droit des obligations*, Amphi LMD, 2^e éd., 2017, n°2148, p. 717.

⁴⁴⁵ A.-V. DELOZIÈRE-LE FUR, *La compensation dite multilatérale*, préface de A. Ghozi, Paris, France, Éd. Panthéon-Assas, LGDJ, 2002, n°111, p. 104.

⁴⁴⁶ Par exemple, sur la fiche technique du contrat à terme sur le blé de meunerie 2, la seule mention faite à une obligation de couverture fait référence à ce qui se passe lors de la survenance des termes. Il s’agit d’une obligation de couverture spéciale exigée uniquement lorsqu’il y a livraison de la marchandise, lorsque « *l’évolution des cours du sous-jacent le justifient* » et donc lorsqu’un opérateur reste engagé jusqu’à la survenance des termes. V. Art. 18 de la fiche technique du contrat à terme sur le blé de meunerie n°2 d’Euronext.

semble qu'il est tout à fait possible de considérer que les obligations du contrat financier (le second contrat) sont exactement les mêmes que celles du contrat initial.

309. En revanche, le nouveau concoctant des opérateurs représente le marché, et c'est en raison de ce statut que l'obligation de règlement des marges est introduite. La novation par changement de sujet ne change donc pas l'objet du contrat, mais permet l'introduction d'une nouvelle obligation réglementaire, dont on a l'impression qu'elle fait partie du contrat, mais qui tire sa source des règles de la compensation. Il nous semble qu'il faut y voir un lien d'obligation entre l'opérateur et la Chambre, certes, mais pas en tant que contrepartie, en tant qu'organisme chargé d'assurer le bon fonctionnement du marché, ce qui permet d'expliquer plus clairement les prérogatives de liquidation d'office des positions dont la Chambre dispose en cas de manquement à l'obligation de couverture (V. supra n°217).

B. La qualité de la chambre de compensation

310. Le caractère obligatoire de l'intervention de l'organisme compensateur est posé par les règles de marché⁴⁴⁷. S'agissant d'NYSE-Euronext, toutes les transactions répondant aux critères de validité déterminés par les règles de marché sont enregistrées par la chambre de compensation *LCH Clearnet SA* à peine de nullité⁴⁴⁸. Cet enregistrement entraîne, selon les règles de marché, une novation automatique qui permet à l'organisme compensateur d'intervenir dans les rapports entre les cocontractants initiaux. Cependant, la qualité que la chambre obtient a fait l'objet de divergences doctrinales pour plusieurs raisons⁴⁴⁹. D'une part, les textes légaux ne donnaient pas d'indication sur le rôle de la chambre de compensation, préférant déléguer cette tâche aux règles de marché. D'autre part, les règles de marché à qui incombaient cette tâche manquaient de clarté juridique. Soit parce que les termes utilisés n'étaient pas juridiques, soit parce qu'ils l'étaient, mais ne correspondaient pas toujours à la réalité des faits. Par exemple, tout en affirmant que la chambre de compensation devenait la contrepartie des acheteurs et des vendeurs, les textes professionnels demeuraient silencieux et imprécis

⁴⁴⁷ Article 1.3.2.1 des règles de compensation de LCH Clearnet SA.

⁴⁴⁸ Article 1.3.1.6 des règles de compensation de LCH Clearnet SA. Cette nullité remonte à la loi du 28 mars 1885, dont l'article 9 prévoyait dans son 1^{er} alinéa que « *Chaque opération sur contrat à terme est enregistrée par une chambre de compensation qui en garantit la bonne fin [...]. À défaut, l'opération est nulle de plein droit.* ».

⁴⁴⁹ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, *ibid.*, *ibid.*n°856, p. 995.

s’agissant mécanisme juridique qui autorisait un tel changement de cocontractant⁴⁵⁰. La doctrine a donc critiqué à la fois le rôle de la Chambre que lui attribuaient les règles de marché, et le mécanisme qui lui permettait d’intervenir. Plusieurs explications ont été avancées, et chacune a fait l’objet de critiques, aucune ne parvenant tout à fait à saisir l’ensemble du mécanisme à l’œuvre.

311. Toutefois, le droit européen a contribué à faire évoluer ces textes, permettant ainsi de clôturer la partie des débats relative à la qualité de la Chambre. Sous l’impulsion du droit européen, et plus précisément d’un règlement du 4 juillet 2012⁴⁵¹, la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 qui avait pour objet de mettre le droit français en conformité avec le droit européen a ainsi modifié l’article L. 440-1 du Code monétaire et financier qui précise depuis que « *les chambres de compensation sont les contreparties centrales* », et donc des parties au contrat. Ce choix nous semble devoir être salué, les modalités d’exécution des contrats financiers sur marchandises lors de la survenance du terme se révélant particulièrement éclairantes sur le sujet (V. infra n°374).

312. Cette évolution des textes ne rend pas pour autant inutile l’étude des différentes théories qui ont pu être envisagées pour qualifier l’intervention de la chambre de compensation (1). D’une part parce que les règles de marché manquent parfois de précision juridique, d’autre part parce que cette analyse permet de clarifier le rôle de la chambre de compensation, qui a un véritable rôle de contrepartie, et non pas de garant (2).

1. Les théories envisageant une qualité unique de la chambre de compensation

313. Récemment consacré par le droit européen, le statut de partie au contrat était déjà évoqué par les règles de compensation. Celles-ci précisent depuis longtemps que suite à l’enregistrement de la transaction, il s’opère immédiatement novation en vertu de laquelle « *LCH Clearnet SA devient la contrepartie de l’adhérent compensateur et devient titulaire des droits et obligations résultant de la Transaction enregistrée au nom de l’adhérent*

⁴⁵⁰ Les anciennes règles applicables à la chambre de compensation précisait ainsi qu’elle était « *notamment chargée [...] d’enregistrer chaque opération et de s’en porter contrepartie* ». Si cela atteste de la qualité de partie au contrat, cela ne dit rien sur la façon dont un rapport entre *Primus* et *Secundus* se scindait en deux rapports distincts entre ces derniers et la Chambre.

⁴⁵¹ Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux., 2012.

compensateur ». Pour une partie de la doctrine, les incertitudes qui entouraient les textes alors en vigueur ont permis l'émergence d'analyses différentes⁴⁵² qui doivent néanmoins être rejetées pour des raisons plus profondes que la simple évolution des textes (a). Pour d'autres auteurs en revanche, la chambre de compensation devait être considérée comme une partie au contrat bien avant les clarifications apportées par le droit européen. Cette réforme a donc simplement consolidé leurs positions, même si reconnaître la qualité de partie à la chambre de compensation ne va pas sans poser quelques difficultés (b).

a. Le rejet des théories refusant à la chambre de compensation la qualité de partie au contrat

314. Plutôt qu'une partie au contrat, certains auteurs ont ainsi préféré voir dans la chambre de compensation un tiers qui aurait un véritable rôle de garant, au sens juridique du terme⁴⁵³. Plusieurs théories ont été avancées pour expliquer le rôle de la chambre de compensation⁴⁵⁴. Elles consistaient à considérer que la Chambre intervenait en tant que commissionnaire ducroire⁴⁵⁵, mandataire⁴⁵⁶. Certains auteurs ont même considéré que l'enregistrement n'a pas d'effets sur la transaction et la personne des cocontractants, la chambre de compensation étant

⁴⁵² Pour un examen détaillé de ces discussions doctrinales V. T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°856, p. 995.

⁴⁵³ L'un des arguments les plus fréquemment avancés était que la Chambre enregistrait les opérations et en garantissait l'exécution. Ce faisant, elle ne pouvait être partie au contrat puisque cela aurait fait d'elle à la fois la débitrice d'une obligation, et le garant de cette même obligation. V. H. DE VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n°592 ; H. DE VAUPLANE, « *Brefs propos sur le concept de chambre de compensation en bourse* », *Bull. Joly Bourse* 1994, n°4, p. 35.

⁴⁵⁴ Pour un exposé et une critique précis de ces théories, V. A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, n° 439 s., p. 278 s. ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°374 s., p. 302 ; M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, préface de J. Béguin, Avant-propos de J.-J. Daigre, Paris, Dalloz, 2004, Nouvelle bibliothèque de thèses, tome 59, n°247 s., p. 118 s. ; D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, préface de P. Le Cannu, Paris, LGDJ, 2003, Bibliothèque de droit privé, tome 400, n°366, p. 201.

⁴⁵⁵ M.-C. DE NAYER, J.-C. MARIN, « *La garantie de bonne fin due par la chambre de compensation sur les marchés à terme* », *RDBB* 1991, n°23, p. 16 : « *La chambre de compensation, dès l'enregistrement de l'opération, devient le commissionnaire ducroire de chacune des contreparties à l'opération. Dès cet enregistrement, acheteur et vendeur, cocontractants intuitu personae un instant de raison, vont devenir à contrepartie de la chambre de compensation, le lien unissant les parties au contrat à terme ne subsistant qu'au travers de cette dernière, à la fois interface et contrepartie de l'ensemble du marché* ».

⁴⁵⁶ H. DE VAUPLANE, J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n°594, p. 502.

alors considérée comme teneur de compte central⁴⁵⁷, ou encore un simple organisme qui se contente d'effectuer des actes matériels⁴⁵⁸.

315. Cependant, toutes ces analyses ont été critiquées en ce qu'elles maintiennent le lien juridique qui unit *Primus* et *Secundus*, même après l'intervention de la Chambre. Or, cela ne correspond pas à la réalité de l'opération. Des auteurs ont en effet relevé que les analyses niant la qualité de contrepartie à la Chambre ne permettaient pas d'expliquer de façon satisfaisante l'un des effets essentiels de son intervention, à savoir la déconnexion totale des cocontractants initiaux. Ceux-ci ne sont en effet plus du tout engagés l'un envers l'autre⁴⁵⁹, et l'indépendance des engagements des uns et des autres qui permet à chacun de se désengager sans avoir à recueillir l'accord du cocontractant initial⁴⁶⁰ (V. infra n°340 s.). Pour dépasser cette difficulté, des qualifications plus complexes ont été envisagées, mais n'ont toutefois pas réussi à s'imposer⁴⁶¹.

b. Les critiques apportées aux thèses retenant la qualité de partie

316. Formulée par le professeur MULLER, la première critique vise le mécanisme qui permet de conférer à la chambre de compensation la qualité de contrepartie. Elle se fonde sur un texte que l'auteur reconnaît comme abrogé, qui considérait que toute transaction non enregistrée était frappée de nullité. Or, il aurait donc fallu qu'il s'applique à un contrat nul⁴⁶². Cependant, notre position diffère sur ce point, puisque nous considérons que la transaction, même non enregistrée, constitue un contrat, même si son sort démontre son caractère artificiel (V. infra n°399).

⁴⁵⁷ A.-V. DELOZIÈRE-LE FUR, *La compensation dite multilatérale*, préface de A. Ghozi, Paris, France, Éd. Panthéon-Assas, LGDJ, 2002, n°184, p. 159.

⁴⁵⁸ V.M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, préface de J. Béguin, Avant-propos de J.-J. Daigre, Paris, Dalloz, 2004, Nouvelle bibliothèque de thèses, tome 59, n°93 s. p. 64.

⁴⁵⁹ I. RIASSETTO, « *Contrats à terme fermes et options* », Dictionnaire Joly Bourse, 2000, I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999

⁴⁶⁰ I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, p. 42 s.

⁴⁶¹ V. par exemple le professeur ROBINE qui y voit une « *universalité de droits sans sujet* ». D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, préface de P. Le Cannu, Paris, LGDJ, 2003, Bibliothèque de droit privé, tome 400, n° 374 s., p. 205 s ; Madame MEDJAOUI considère quant à elle que la chambre de compensation est « *mi-partie, mi-tiers* ». V. K. MEDJAOUI, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, préface de C. Galvada, Paris, LGDJ, 1994, Bibliothèque de droit privé, tome 262, n°1239, p. 416-417.

⁴⁶² A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°376, p. 304-305.

317. La seconde critique émise par cet auteur est relative à la reconnaissance de la qualité de contrepartie à la Chambre n'a plus lieu d'être, puisqu'il s'agissait de pointer du doigt l'absence de fondement textuel permettant de justifier cette reconnaissance⁴⁶³. Bien qu'à cette époque, les règles de marché se prononçaient déjà sur la qualité de la chambre de compensation, affirmant qu'elle était « *notamment chargée [...] d'enregistrer chaque opération et de s'en porter contrepartie* », la critique pouvait avoir une certaine portée. En effet, en dépit de leur approbation par l'AMF, d'une part pas les règles de marché n'ont pas la même portée qu'un texte législatif ou réglementaire, et d'autre part les entreprises de marché se préoccupent assez peu des fondements juridiques des opérations qu'elles organisent⁴⁶⁴. Cependant, comme nous avons pu l'évoquer, le droit européen a poussé le législateur à faire évoluer les textes, si bien que le Code monétaire a confirmé l'option retenue par les règles de marché, et indique depuis la loi du 26 juillet 2013 que « *les chambres de compensation sont les contreparties centrales [...]* »⁴⁶⁵.

318. Cependant, au-delà de cette critique textuelle, d'autres difficultés ont été évoquées. Le professeur MULLER a estimé que considérer la Chambre comme une partie au contrat « *ne reflétait que partiellement la situation des parties à la transaction* ». Il est vrai qu'*a priori*, attribuer à la chambre de compensation la qualité de contrepartie centrale ne couvre pas nécessairement toutes les hypothèses d'exécution des contrats à terme. Dans la grande majorité des cas, les donneurs d'ordres dénouent leur position avant l'échéance, si bien que le terme n'étant pas encore survenu, les obligations du contrat initial et qui ont été transférées au marché ne seront pas exécutées. Dans cette hypothèse, toutes les obligations qui seront exécutées sont donc les obligations de couverture initiale (le dépôt de garantie) et périodique (les appels de marge). Autrement dit, seules les obligations issues des règles de marché. Mais dans l'hypothèse où un donneur d'ordre reste engagé jusqu'à la survenance du terme, alors il y aura livraison de la marchandise, et Madame MULLER avance alors l'argument que la Chambre de compensation met « *face à face* » acheteurs et vendeurs⁴⁶⁶, et donc qu'il serait illogique que la Chambre, qui était jusqu'alors partie au contrat, ne le soit plus. Sans opter pour la situation envisagée par le professeur RIASSETTO qui envisage une novation à rebours pour expliquer cette sortie de la Chambre des rapports contractuels, il nous semble qu'une autre analyse est possible.

⁴⁶³ *ibid.*, n°378, p. 305-306.

⁴⁶⁴ *ibid.*, n°378, p. 305-306.

⁴⁶⁵ Art. L. 440-1 C. mon. fin.

⁴⁶⁶ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°379, p. 306.

Le « *face à face* » évoqué par les règles de la compensation ne nous semble pas correspondre à l'idée qu'un véritable contrat soit formé entre les opérateurs qui demeurent engagés. Il nous semble que la Chambre va demeurer partie au contrat, et donc rester débitrice des obligations à titre principal, même si le recours à une indication de livraison va donner l'impression que ce n'est pas le cas, et que les opérateurs exécutent les obligations les uns avec les autres (V. infra n°382). La seule hypothèse où elle n'est pas tenue de procéder à la livraison ou au paiement de la marchandise, c'est lorsqu'un acheteur et un vendeur s'accordent pour sortir du cadre du marché. La Chambre est alors libérée de toute obligation, et ne peut donc pas non plus être considérée comme un garant (V. infra n°389).

2. La Chambre de compensation, une partie au contrat donnant une illusion de garantie

319. En tant que partie au contrat, la chambre de compensation ne donne qu'une illusion de garantie, illusion confortée par le choix des termes employés par les règles de marché⁴⁶⁷. Cette garantie, cependant, ne peut être comprise que dans un sens économique ou pratique, pas juridique. La solidité financière de la Chambre, les prérogatives dont elle dispose pour limiter le risque de défaillances des uns et des autres constituent autant d'outils de nature à assurer le bon fonctionnement du marché. C'est donc en tant qu'autorité chargée de la surveillance du bon fonctionnement du marché au stade de l'exécution des contrats qu'elle agit.

Pour mieux s'en rendre compte, il faut considérer qu'il y a à la fois deux sources d'obligations et deux liens qui sont en présence. Les sources d'obligations sont d'une part les règles du marché et les obligations du contrat, tandis que les liens sont ceux qui unissent les intermédiaires aux donneurs d'ordres, et la chambre de compensation aux intermédiaires.

Au stade de l'exécution du contrat, même si elle est la contrepartie des obligations nées du contrat, la chambre n'a de liens qu'avec les adhérents compensateurs, en ce qu'elle s'assure que chacun d'entre eux procède aux appels de marge envers les donneurs d'ordres, et constitue ensuite les marges auprès d'elle. Elle ne peut pas avoir de lien avec le donneur d'ordre, puisque

⁴⁶⁷ Contra, P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°349, p. 387 s., A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°477, p. 376 ; Ces auteurs considèrent que la Chambre ne s'engage pas personnellement. Cependant, les textes ont depuis évolué et l'ordonnance sur laquelle leur analyse était fondée a été abrogée.

les obligations du contrat sont suspendues par un terme suspensif, et ne sont exigibles que lors de sa survenance. Ainsi, si les adhérents compensateurs sont ceux qui règlent et perçoivent les sommes dues à l'occasion du règlement des appels de marge, la Chambre de compensation conserve sur eux un pouvoir de contrôle direct qui découle de son agrément⁴⁶⁸. Pour résumer, elle n'exerce un contrôle direct que sur les intermédiaires qui exécutent les obligations de ceux avec qui elle est engagée, et qui eux disposent d'un pouvoir envers les donneurs d'ordres (V. supra n°218). Ainsi, si un donneur d'ordre est défaillant, celui-ci sera sanctionné par l'adhérent compensateur, pas par la chambre de compensation, qui n'interviendra qu'en cas de défaillance de l'adhérent lui-même (V. supra n°219).

320. Ainsi, même si elle jouit de prérogatives particulières, la chambre de compensation a simplement une double casquette qui se manifeste au cours de l'exécution d'une même opération uniquement en raison de la dualité des sources d'obligations qui sont en présence. Pour autant, aucune de ces deux casquettes ne correspond juridique à la qualité de garant, lequel est entendu comme celui vers qui le créancier d'une obligation peut se tourner en cas de défaillance de son débiteur principal. L'intervention du garant est donc subordonnée à cette défaillance. Or, si la chambre de compensation ne peut pas, pour une raison ou pour une autre, exécuter ses obligations, personne ne va venir les exécuter à sa place. Son créancier ne pourra pas non plus se tourner directement vers un débiteur identifié de la Chambre à titre de garantie. Les transactions étant totalement indépendantes, *Primus et Secundus*, à compter de la novation, ne sont plus que des tiers l'un pour l'autre. Cette situation est paradoxale, car elle signifie que tout en offrant un effet de garantie économique aux opérateurs, les marchés choisissent de ne pas conférer à la Chambre le rôle de garant dans un sens juridique. Le rôle de garantie juridique est attribué de façon prioritaire aux intermédiaires, qui sont ducroires à l'égard de leurs clients, et qui devront exécuter la transaction même en cas de défaillance d'un autre maillon de la chaîne⁴⁶⁹.

⁴⁶⁸ V. T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°568 s., p. 344 s.

⁴⁶⁹ Art. 4.5.3.2 des règles de la compensation : « *En Cas de défaillance d'un Client lors de la livraison des Instruments Financiers compensés, l'Adhérent Compensateur qui tient ses Positions assure l'exécution au titre de la garantie de bonne fin de la livraison dans les conditions fixées par une Instruction. Le collatéral du Client défaillant reste acquis à l'Adhérent Compensateur qui supporte cette défaillance. Tous les débours de cet Adhérent Compensateur nécessaires au traitement de la défaillance sont imputés au collatéral du Client défaillant. L'Adhérent Compensateur restitue le solde du Dépôt de Garantie qui en résulte à l'issue de l'exécution des obligations* ». Pour précision, le « collatéral » est défini par les règles de la compensation comme les « *Titres, espèces ou Garantie Banque Centrale, déterminées par une Instruction, cédées, nanties, ou émises au profit de LCH.Clearnet SA afin d'assurer l'exécution des obligations de l'Adhérent compensateur* ».

§2. Les effets de l'intervention de la chambre de compensation

321. Si l'on prend comme référence le volume des transactions et leur sécurité, les marchés financiers fonctionnent bien, et l'existence d'un organisme compensateur en est un facteur indéniable. Celui-ci exerce une influence très importante sur toute la phase d'exécution de l'opération de marché, phase que les règles nomment d'ailleurs « *la compensation* », en opposition à la phase dite de « *négociation* », qui correspond à la phase qui démarre lors de l'exécution de l'ordre et se poursuit jusqu'à l'enregistrement de la transaction. Les bienfaits d'ordre général que prodigue l'organisme compensateur aux marchés financiers (A) sont la résultante directe d'effets juridiques produits sur les contrats formés, et sur les rapports d'obligations en présence (B).

A. La chambre de compensation, facteur de sécurité et de liquidité du marché

322. Comme le rappellent deux auteurs, « *la sécurité des marchés financiers se mesure à l'aune de l'efficacité des dispositifs destinés à pallier la carence des différents intervenants sur ces marchés* »⁴⁷⁰. Cette nécessité d'assurer la sécurité du marché résulte du fait que d'un point de vue non juridique, le bon fonctionnement d'un marché suppose que les opérateurs lui « fassent confiance ». Juridiquement, cette confiance se manifeste à travers l'absence de crainte d'une inexécution du contrat par l'un des opérateurs. Or, le caractère multilatéral du marché implique que la défaillance de quelques opérateurs est susceptible d'entraîner les défaillances de celui ou de ceux envers lesquels il était engagé, et de les empêcher à leur tour d'exécuter leurs propres obligations, et de provoquer ainsi la réalisation d'un « *risque systémique* ». Or, si les opérateurs craignent la survenance de telles défaillances multiples, alors ils vont être moins enclins à investir sur le marché, et un marché sans investisseurs ne peut survivre bien longtemps faute de liquidité. L'action première de l'organisme compensateur consiste ainsi à se substituer aux acheteurs et aux vendeurs dans les relations qu'ils entretiennent ensemble, afin de remplacer le débiteur initial par un nouveau débiteur plus solide financièrement, et donc moins susceptible de défaillir. L'intervention de la chambre de compensation a donc également un rôle de « garantie », mais seulement dans un sens économique (V. infra n°310). En outre, les engagements de *Primus* et *Secundus* deviennent alors indépendants l'un de l'autre. Dans l'éventualité où l'un ou l'autre vient à défaillir, l'engagement de son vis-à-vis n'en sera pas

⁴⁷⁰ M.-C. DE NAYER, J.-C. MARIN, « *La garantie de bonne fin due par la chambre de compensation sur les marchés à terme* », *RDBB* 1991, n°23, p. 15.

affecté puisque la chambre de compensation procèdera à son exécution à sa place, tandis qu'elle règlera de son côté les conséquences de la défaillance (V. supra n°217).

323. Pour autant, il ne faut pas considérer que la chambre de compensation est la garante des obligations de *Primus* envers *Secundus* et inversement. En effet, un garant intervient pour exécuter l'obligation du débiteur prévu qui manque à son obligation. Il y a donc une condition ou un évènement nécessaire à son intervention. Or, l'organisme compensateur sera tenu d'exécuter ses obligation, que *Primus* et *Secundus* soient défaillants ou non. L'effet de garantie produit est donc purement économique et ne saurait coïncider avec une quelconque garantie juridique, ce qui est finalement très logique puisque les rapports qui existaient entre *Primus* et *Secundus* ont été anéantis par la novation consécutive de l'enregistrement (V. supra n°302).

324. S'agissant ensuite de la liquidité, celle-ci correspond juridiquement à la facilité avec laquelle un opérateur peut trouver un tiers avec qui conclure un contrat. Or, si la standardisation des contrats (V. supra n°229) et la suppression de la phase de négociation (V. supra n°151 s.) contribuent déjà largement à assurer cet objectif, son efficacité serait moindre sans l'intervention de la chambre de compensation. La naissance d'un contrat suppose en effet uniquement la rencontre de deux volontés opposées, et sa dissolution un accord de ceux qui étaient engagés. Or, si les marchés financiers s'étaient arrêtés à cette conception civiliste du contrat, alors la liquidité des marchés n'aurait pas été assurée. Les parties se seraient trouvées dans une situation contractuelle classique, et auraient vu leur sort irrévocablement lié à celui de leur cocontractant. Si cette situation ne pose aucune difficulté juridique, il en est autrement lorsque l'objectif est de satisfaire un impératif économique qui nécessite de permettre aux opérateurs de ne pas s'exposer à des variations de prix trop brutales qui pourraient augmenter soudainement les sommes qu'ils pourraient avoir à payer, et qui suppose de leur permettre de sauter du navire avant le naufrage.

B. Les effets juridiques de l'intervention de la chambre sur les rapports d'obligations créés par le contrat initial

325. Pour parvenir à satisfaire aux impératifs de sécurité et de liquidité que nous venons de mentionner, la chambre de compensation intervient dès l'enregistrement de toute transaction pour procéder immédiatement à une scission du lien contractuel originel en anéantissant le contrat initial (1), ce qui va entraîner la création d'obligations nouvelles et induire un effet économique de garantie (2).

1. La scission du lien contractuel entre les parties au contrat initial fondée sur son anéantissement

326. À l'instant précis où l'entreprise de marché parvient à apparier deux ordres symétriquement inverses, un contrat est formé, même si la qualification même de contrat a pu être rejetée en raison de ce qu'il en advient (V. infra n°399). En effet, les cocontractants n'auront nullement l'occasion d'exécuter l'un envers l'autre une quelconque obligation, puisqu'à l'instant même de l'enregistrement de l'opération et de la formation du contrat, la chambre de compensation va venir s'interposer entre eux. Les règles de la compensation précisent en effet que « *du fait de cette novation, LCH.Clearnet SA devient la contrepartie de l'adhérent compensateur et devient titulaire des droits et obligations résultant de la Transaction enregistrée au nom de l'adhérent compensateur* »⁴⁷¹.

327. Imposée par les règles de marché, l'initiation de cette novation qui fait de la Chambre la contrepartie centrale du marché nécessite, en plus d'une modification des sujets des obligations, la destruction des obligations issues du contrat initial. En effet, comme il s'agit non pas d'une simple, mais d'une double novation, il n'en subsistera aucune trace. Si seul le rapport de *Primus* avait fait l'objet d'une novation, la solution aurait été différente, puisque l'engagement de *Secundus* serait resté intact. Mais dès lors que les rapports des deux parties initiales font l'objet d'une novation, aucune obligation du contrat initial ne peut subsister. Le « *contrat initial* » est donc immédiatement anéanti, et lui succèdent alors non pas un, mais deux nouveaux contrats, entre chacune des parties au contrat initial (*Primus* et *Secundus*) et l'organisme compensateur. Cela signifie que les obligations éteintes vont être recréées à l'identique en ce qui concerne leur objet, car il s'agira toujours de l'obligation d'acheter ou de vendre la même marchandise avec la même échéance, mais avec des sujets différents. La Chambre de compensation devra donc assurer envers la contrepartie initiale de celui à qui elle se substitue les obligations dont celui-ci était débiteur. Supposons que *Primus* était acheteur et *Secundus* vendeur, la chambre sera engagée à livrer la marchandise à *Primus* lors de la survenance du terme, celui-ci ayant bien sûr été également été recréé.

328. Plusieurs liens d'obligations vont ainsi se succéder. Chronologiquement, le premier unit *Primus* à *Secundus*, et c'est lui qui va être éteint immédiatement. Son extinction donnera lieu à la création non pas d'un, mais de deux nouveaux liens, qui vont servir à unir *Primus* et

⁴⁷¹ Art. 1.3.2.1 des règles de la compensation.

Secundus, de façon indépendante, à l'organisme compensateur. L'intérêt principal est de rendre les obligations de tous les opérateurs totalement indépendantes les unes des autres. Jusqu'à la survenance du terme et parfois même au-delà, chacun d'entre eux n'est engagé qu'avec la chambre de compensation. Cela signifie que si *Primus* est incapable d'exécuter ses obligations ou qu'il se désengage *Secundus* n'en sera pas affecté, puisqu'ils seront tous deux liés uniquement à la chambre de compensation.

329. De façon autonome, le contrat initial n'est donc qu'une coquille vide. Même en cas de livraison de la marchandise, celle-ci ne découlera pas des obligations de celui-là, mais de celles du contrat qui lui succède après son anéantissement par la novation. Son rôle consiste uniquement à servir de déclencheur à la formation du processus qui mène à la création de l'opération de marché, et de référence pour la détermination des nouvelles obligations formées par la novation, et qui uniront la Chambre avec chacun des cocontractants initiaux.

2. La création de nouvelles obligations produisant un effet économique de garantie

330. Plus solide financièrement et détentrice de prérogatives spécifiques, la chambre de compensation sera le plus souvent apte à supporter les pertes éventuelles causées par la défaillance de *Primus*, tout en exécutant correctement ses propres obligations à l'égard de *Secundus*. Son intervention produit donc un effet économique de garantie, et constitue pour les opérateurs un élément indiscutable en faveur d'une plus grande sécurité liée à la diminution du risque de défaillance du cocontractant, mais pas une garantie absolue.

331. Supposons par exemple que les ordres de *Primus* et *Secundus* aient été appariés par le marché. L'organisme compensateur intervient dès l'enregistrement, et se retrouve engagé envers *Primus* et *Secundus*, qui n'entretiennent plus aucun rapport ensemble. Si *Primus* se retrouve dans l'impossibilité d'exécuter ses obligations et de répondre à un appel de marge, *Secundus* n'en sera nullement affecté de façon directe. Seules des défaillances multiples qui rendraient la chambre de compensation incapable d'exécuter ses propres obligations pourrait affecter *Secundus*. En tant que contrepartie centrale, la Chambre a en effet besoin que ses propres débiteurs exécutent correctement leurs propres obligations afin de récupérer les fonds nécessaires à l'exécution des obligations dont elle est quant à elle débitrice.

332. En premier lieu, cet effet de garantie passe par la recréation presque identique des obligations du contrat initial qui viennent d'être anéanties. Ici, seuls les sujets de l'obligation sont modifiés, le rapport ne concernant plus *Primus* et *Secundus*, mais *Primus* et la Chambre, et *Secundus* et la Chambre, celle-ci étant débitrice et/ou créancière de ces obligations à titre principal. En second lieu, l'effet de garantie est produit par l'introduction d'une nouvelle obligation de couverture périodique. Sa spécificité, c'est qu'elle est introduite par les règles de marché et due à la Chambre de compensation non pas en tant que partie au contrat, mais en tant qu'organisme chargé d'assurer le bon fonctionnement du marché. Il s'agit donc d'une obligation réglementaire due par toute partie à un contrat financier, mais pas une obligation due entre cocontractants. Est-ce qu'elle intègre le champ contractuel ? Assurément, dès lors qu'elle s'appliquera à tout contrat financier conclu dans l'enceinte du marché.

333. Ces deux obligations sont également affectées d'un terme identique dans sa date, mais différent dans sa nature. Tandis que les obligations recréées à partir du contrat initial sont affectées d'un terme suspensif, cette nouvelle obligation de régler les marges est affectée d'un terme extinctif : elle existe jusqu'à la survenance du terme, où elle disparaît en même temps que l'obligation de payer la marchandise ou de la livrer devient exigible. La parfaite concordance de ces deux termes leur permet de produire leurs effets ensemble, ce qui permet de distinguer les contrats portant sur des sous-jacents livrables des autres contrats financiers.

334. En effet, lorsque les sous-jacents ne sont pas livrables, les contrats s'exécutent toujours par un règlement monétaire dont le montant correspond à la différence de valeur entre la position au jour de la formation du contrat et au jour de la survenance du « *terme* ». Or, il n'y a pas de terme suspensif pour ces contrats, puisqu'il n'y a rien à suspendre, et c'est pourquoi certains auteurs ont fait remarquer que le vocable de terme n'était pas approprié, et qu'il s'agissait en réalité d'une « *échéance* » qui affecte l'ensemble de l'opération⁴⁷².

335. En ce qui concerne les contrats financiers sur marchandises, la qualification de « *terme* » peut subsister dès lors que l'opération financière a vocation à basculer dans la sphère commerciale en donnant lieu à une délivrance physique. Il convient cependant d'indiquer de

⁴⁷² V. en ce sens P. PAILLER, « *Le rôle du terme et du sous-jacent dans la formation du prix, Analyse juridique* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013 ; A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, n°345, p. 214-215.

quelles obligations et de quel type de terme il est question : terme suspensif pour les obligations qui découlent du contrat initial, terme extinctif pour les obligations de règlement des marges.

Section 2. LES CONSÉQUENCES DE L'INTERVENTION DE L'ORGANISME COMPENSATEUR

336. Si le dénouement à terme d'un contrat financier portant sur des matières premières agricoles le rapproche d'une vente, cette situation ne se produit que de manière résiduelle et dans l'immense majorité des cas, les opérateurs dénouent leur position avant la survenance de l'échéance prévue au contrat⁴⁷³. Du point de vue des spéculateurs, l'un des intérêts majeurs du fonctionnement des marchés financiers est de permettre à tout opérateur qui a conclu un contrat de se désengager à tout moment. Cette faculté repose sur une technique juridique spécifique dont le but est de permettre la sauvegarde de deux intérêts liés l'un à l'autre : celui du marché, et celui des opérateurs. Le besoin de liquidité du premier ne peut être satisfait que si les seconds sont nombreux à s'engager, et ils ne le feront qu'à condition de pouvoir tout à la fois limiter les risques auxquels ils s'exposent, tout en gardant espoir de réaliser des gains. Plusieurs analyses de l'opération de désengagement ont été avancées, et certains textes issus des règles de marché ont pu laisser entendre que les contrats à terme seraient négociables⁴⁷⁴. La doctrine s'accorde cependant pour dire que cette négociabilité n'est que de façade, et que d'un point de vue juridique, les mécanismes à l'œuvre sont différents⁴⁷⁵.

337. Grâce aux règles spécifiques applicables à la négociation des contrats financiers, les opérateurs ont en effet la faculté de se libérer de leurs obligations sans avoir à les exécuter, ce qui a une importance toute particulière s'agissant des contrats sur marchandises par rapport aux

⁴⁷³ V. F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », in L'avenir du droit, Mélanges en hommage à François Terré, Dalloz, 1999, p. 669 ; adde. I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, note n°421, p. 163.

⁴⁷⁴ L'ancien article M 1.3.15 des règles de fonctionnement du MONEP précisait ainsi que « une position en contrat à terme ferme peut être dénouée par une revente ou un rachat du contrat sur le marché », l'article M 1.3.5 étant formulé de la même façon mais applicable aux contrats optionnels. Articles cités par A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, n°381, p.238.

⁴⁷⁵ Certains auteurs, minoritaires, ont pu considérer que le mécanisme reposait sur une cession de contrat, ce qui leur aurait conféré une négociabilité. V. H. CAUSSE, *Les titres négociables, contribution à une théorie du contrat négociable*, Litec, 1993, préf. B. Teyssié, n° 865 et s., p. 882 et s. ; S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », Rép. sociétés Dalloz, mai 2009, n° 113, cités par A.-C. ROUAUD, « La faculté de désengagement dans l'opération de marché à terme », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 106.

autres contrats financiers (§1). Pour ces contrats, et uniquement ceux-ci, le désengagement constitue en effet le préalable indispensable à la « *compensation* » qui permet de cristalliser les gains et les pertes des uns et des autres (§2), et ainsi participer à la transformation d'une opération commerciale fondée sur un contrat à terme en un contrat servant à gérer un risque de prix (§3).

§1. La technique juridique du désengagement applicable aux contrats sur marchandises

338. Les préoccupations du droit civil et du droit financier sont aussi différentes que leurs modes de fonctionnement, et les mécanismes juridiques utilisés pour permettre à un opérateur de se désengager ne peuvent être identiques à ceux utilisés par le droit commun, qui se révéleraient inadaptés à la nature de l'opération de marché et aux exigences des marchés financiers. Trop chronophages et trop incertains, ils porteraient atteinte à leur liquidité, ce qui empêcherait les opérateurs de profiter de certaines opportunités liées à des fluctuations de cours très brèves. Il est par exemple impossible de combiner du trading algorithmique et le *mutuus dissensus* du Code civil ; aucun cerveau humain ne peut rivaliser avec la vitesse d'un ordinateur en terme de vitesse de prise de décision, encore moins une décision de justice.

339. Il a donc fallu créer un mécanisme distinct de celui du droit commun, permettant d'assurer à la fois les intérêts des donneurs d'ordres et celui du marché. Celui-ci repose sur un mécanisme unilatéral qui permet à tout donneur d'ordre de se retirer à tout moment à condition que l'équilibre économique entre le nombre d'acheteurs et de vendeurs engagés à l'égard de la chambre de compensation soit maintenu (A), dont la nature juridique a été discutée (B).

A. Une faculté reposant sur la conclusion d'un nouveau contrat

340. La faculté de désengagement unilatéral constitue probablement le point culminant de toute l'organisation des marchés financiers que nous avons étudié jusqu'alors. À des degrés divers, pratiquement tous les mécanismes que nous avons eu l'occasion d'étudier constituent des étapes indispensables à son émergence. L'idée même qu'un cocontractant puisse être libéré de ses obligations avant que l'intégralité des obligations nées du contrat soit exécutée n'est pas étrangère au droit des contrats. Cependant, l'intérêt principal du désengagement financier par rapport au désengagement civil est de ne pas nécessiter l'accord des deux parties qui ont conclu

le contrat initial, celles-ci n'étant plus engagées l'une envers l'autre, mais avec la chambre de compensation.

341. Dès lors, le désengagement d'un opérateur devrait nécessiter également le consentement de cette dernière qui est devenue partie au contrat. Cependant, les règles de marché permettent de ne pas avoir à le requérir. Les opérateurs qui souhaitent être libérés de leurs engagements peuvent l'être à tout moment, sous condition de préserver l'équilibre entre le nombre d'acheteurs et de vendeurs. Le seul moyen pour l'opérateur de remplir cette condition, c'est de conclure un nouveau contrat symétriquement inverse au premier avec un nouvel opérateur. En faisant cela, il introduit à sa place un nouveau cocontractant qui lui succèdera, et permettra ainsi de conserver l'égalité entre acheteurs et vendeurs. Cependant, même si la Chambre ne peut pas s'y opposer, le désengagement ne constitue pas pour autant un effet de plein droit qui serait automatique et totalement indépendant de la volonté des parties⁴⁷⁶. Il faut en effet, en plus de la conclusion du nouveau contrat, que l'opérateur demande expressément à ce que ses positions se compensent⁴⁷⁷. À défaut, les deux positions resteront ouvertes.

342. Par ailleurs, le mécanisme juridique du désengagement reposant sur la conclusion d'un nouveau contrat, le consentement d'un tiers est nécessairement requis. Pas pour le désengagement en tant que tel, mais pour la conclusion du contrat qui permettra le désengagement. Même si en théorie, les chances que cette situation se produise sont minces, si *Primus* souhaite se désengager, mais que son ordre ne rencontre pas d'ordre contraire, il sera contraint de rester engagé. Pour autant, cela ne permet pas de considérer que la faculté de désengagement dépend d'une autre volonté que de celle de celui qui souhaite de retirer, l'accord du tiers étant seulement nécessaire pour la conclusion du nouvel accord, et non pas pour obtenir l'autorisation de se désengager.

B. Les mécanismes juridiques discutés

343. Si les termes affectant le contrat financier surviennent, les obligations de paiement du prix et de livraison de la marchandise deviennent exigibles. Étant donné que pour les contrats financiers portant sur un actif non livrable, une telle livraison est impossible, il y aura alors paiement d'une somme d'argent correspondant à la différence de valeur de la position entre la

⁴⁷⁶ M. TIREL, *L'effet de plein droit*, préface de D. Martin, Paris, Dalloz, 2018, Nouvelle Bibliothèque de Thèses, tome 178.

⁴⁷⁷ Ce qui respecte parfaitement les prescriptions de l'article 1347 du Code civil.

formation du contrat et la survenance des termes. Pour les contrats à terme en revanche, la livraison de la marchandise devient due pour les uns et exigible pour les autres, ce qui n'intéresse qu'un nombre très restreint d'entre eux, et serait même en réalité plutôt une contrainte. C'est pourquoi en concluant une opération de sens contraire, les opérateurs évitent de devenir créancier ou débiteurs d'une obligation dont l'exécution ne les intéresse pas en se libérant avant qu'elles deviennent exigibles.

344. Le professeur RIASSETTO a proposé une première analyse de cette faculté, voyant en cette possibilité de désengagement une résiliation unilatérale autorisée par les règles de marché. Les textes (aujourd'hui abrogés) prévoient alors que « *ces opérations peuvent être (...) résiliées, jusqu'à l'échéance, par des opérations inverses sur la même échéance et pour la même quantité et se résoudre par le paiement ou l'encaissement d'une somme correspondant à l'écart entre le cours auquel elles ont été traitées et celui auquel elles ont été résiliées* »⁴⁷⁸. Cette autorisation permettait de respecter les dispositions de l'article 1193 du Code civil qui prévoit que « *les contrats ne peuvent être modifiés ou révoqués que du consentement mutuel des parties, ou pour les causes que la loi autorise* ». Plusieurs objections ont cependant été formulées.

345. Les professeurs BONNEAU et DRUMMOND ont fait remarquer que l'interposition, qu'ils jugent également contestable⁴⁷⁹, « *ne suffit pas à justifier le lien entre les deux opérations qui implique l'idée de résiliation* »⁴⁸⁰. Ils estiment que si les donneurs d'ordres peuvent être libérés, c'est uniquement parce que grâce à la standardisation des contrats, le premier et le second contrat présentent, sauf en ce qui concerne leur prix, des caractéristiques identiques. Cette parfaite concordance permet de donner lieu à une compensation, donnant lieu au règlement ou à la perception d'une somme d'argent en fonction de l'évolution du prix du contrat, laquelle devait donc être considérée comme un véritable mode d'exécution du contrat⁴⁸¹. Bien que ce choix ait pu être contesté par le professeur RIASSETTO qui estimait que « *si elle n'est pas apte à produire l'exécution des obligations engendrées par le contrat ouvert, [la contre-opération] en donne les moyens en permettant la compensation qui conduira à*

⁴⁷⁸ Article 2-2-0-2 alinéa 2 du règlement général du CMT. Cité par I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, n°266, p. 188.

⁴⁷⁹ Cette critique a toutefois également été formulée avant les modifications législatives conférant à la Chambre le rôle de contrepartie.

⁴⁸⁰ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010

⁴⁸¹ *Ibid.*

l'exécution indirecte de ces obligations »⁴⁸², le professeur DRUMMOND et le professeur BONNEAU estiment que cette objection n'est pas suffisante. Ils prennent pour exemple la conclusion de deux prêts successifs : « *ce n'est pas parce que Primus est créancier de Secundus en vertu d'un premier prêt et que Secundus devient ultérieurement créancier de Primus en vertu d'un second prêt que l'on déduit habituellement que le second prêt vient anéantir le premier : on en déduit simplement que les obligations issues de ces contrats vont s'éteindre par compensation. Aussi [...] l'opération de sens contraire ne réalise pas la résiliation de l'opération initiale : elle en permet seulement l'exécution par compensation* »⁴⁸³. L'existence des obligations de livraisons et de paiement du prix, suspendues à un terme, pose cependant une difficulté dès lors que la compensation ne peut jouer qu'entre des créances exigibles. Cela conduit ces auteurs à analyser qu'en concluant l'opération en sens contraire, le donneur d'ordre renonce au terme dont il bénéficiait⁴⁸⁴. Pour ces auteurs, la compensation doit donc être considérée comme un véritable mode d'exécution du contrat, l'idée de compensation n'étant « *pas exclusive de l'idée d'exécution* »⁴⁸⁵.

346. Le professeur ROUAUD partage cet avis, et estime que « *la thèse de la résiliation-compensation est tributaire de l'analyse contractuelle de la négociation, ce qui est contestable* »⁴⁸⁶, cette analyse reposant en partie sur l'intervention de la Chambre de compensation en tant que contrepartie, ce qu'elle conteste également⁴⁸⁷. Elle estime que puisque le second contrat n'est pas conclu avec le cocontractant initial, il est impossible de voir dans cet acte une résiliation faute de connexité entre les deux contrats. Elle précise également que la résiliation anéantit le contrat pour l'avenir, et n'a pas pour effet de rendre les obligations contractuelles exigibles de façon anticipée⁴⁸⁸. Cependant, dès lors que nous considérons que la Chambre s'interpose bel et bien en tant que contrepartie au contrat, ces critiques ne nous semblent pas suffisantes pour réfuter l'analyse du professeur RIASSETTO (V. supra n°310).

⁴⁸² I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999, n°37 s., spéci. n°388, p. 266 s.

⁴⁸³ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°885, p. 1015.

⁴⁸⁴ *Ibid.*

⁴⁸⁵ *Ibid.*

⁴⁸⁶ A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, n°383, p. 241.

⁴⁸⁷ *Ibid.*, n°448 s., 282 s.

⁴⁸⁸ *Ibid.*, n°384, p. 281.

347. Le professeur PAILLER propose enfin d'analyser les engagements des parties non pas comme des contrats, mais comme des engagements unilatéraux. Dans ce cas, « *l'absence d'accord de volontés entre des parties identiques empêche de caractériser la connexité qui sous-tend l'acte de résiliation* »⁴⁸⁹. C'est pourquoi cet auteur préfère voir dans cette contre-opération une révocation, qui a plusieurs mérites. D'abord, elle permet de ne pas nécessiter l'anéantissement d'un contrat originaire. Ensuite, elle rend bien compte du caractère unilatéral du désengagement⁴⁹⁰. Ensuite, puisque la révocation ne joue que pour l'avenir, elle rend mieux compte du mécanisme à l'œuvre, dès lors que les obligations que les donneurs d'ordres auront eu à exécuter dans le cadre de leurs rapports avec l'organisme compensateur n'auront pas à être remises en cause. Cependant, en fonction de la nature de l'obligation de régler les marges, laquelle dépend du statut reconnu à la Chambre, cette critique peut être relativisée.

§2. La compensation des obligations des opérateurs

348. Le marché étant un « *jeu à somme nulle* » dans le sens où ce qui est gagné par les uns est perdu par les autres, un opérateur qui souhaite se retirer doit préserver la neutralité de son opération pour le marché. Si les variations de cours lui ont été favorables, alors il récupérera ses gains. Mais si elles lui ont été défavorables, il devra régler ses dettes. Le calcul du solde créditeur ou débiteur résulte d'une comparaison entre la valeur du contrat au moment de sa conclusion, et la valeur du nouveau contrat qui a servi à mettre fin à son engagement.

349. Si l'existence d'une compensation ne soulève que peu de difficultés pratiques s'agissant du calcul des gains et des pertes, la nature de cette compensation a été débattue. Une partie de la doctrine considère que la compensation bilatérale du Code civil ne reflète pas le fonctionnement de celles des marchés financiers, qui constitue donc une technique autonome : la compensation multilatérale⁴⁹¹. Cependant, une doctrine plus ancienne considère que la

⁴⁸⁹ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°177, p. 191-192. ; V. également T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°885, p. 1014.

⁴⁹⁰ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°178, p. 192.

⁴⁹¹ V. notamment M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, préface de J. Béguin, Avant-propos de J.-J. Daigre, Paris, Dalloz, 2004, Nouvelle bibliothèque de thèses, tome 59 ; P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28 ; A.-C. ROUAUD, *Contribution*

compensation multilatérale peut en réalité être constituée d'une multitude de compensations bilatérales⁴⁹². Les divergences entre ces deux théories fondées sur l'analyse de l'intervention de l'organisme compensateur. Les partisans d'une analyse classique de la compensation multilatérale (basée sur une somme de compensations bilatérales) estiment que la chambre de compensation s'interpose entre les opérateurs et acquiert la qualité de contrepartie, ce que les partisans de la théorie la plus récente contestent.

350. Si l'on s'en tient à la définition du Code civil, la compensation présente nécessairement un caractère bilatéral puisqu'elle est définie à l'article 1347 du Code civil comme « *l'extinction simultanée d'obligations réciproques entre deux personnes [qui] s'opère, sous réserve d'être invoquée, à due concurrence, à la date où ses conditions se trouvent réunies* ». La plupart des conditions posées par ce texte sont remplies sur les marchés financiers. Pour le professeur PAILLER, la standardisation des contrats permet à tous les engagements d'être fongibles entre eux par « *catégories de contrats* »⁴⁹³, tandis que la condition de certitude est remplie dès lors que « *les critères permettant la détermination finale de [la quotité de la créance] sont définitivement fixés par la formule-type rédigée par l'entreprise de marché* »⁴⁹⁴. L'exigence de liquidité de la créance est quant à elle satisfaite par le fait qu'elle soit « *évaluable en argent, car elle dépend de la seule évolution du cours de marché* »⁴⁹⁵.

351. En revanche, plusieurs auteurs estiment que le terme dont les contrats financiers sont affectés ne correspond pas à celui du Code civil⁴⁹⁶, et que la condition d'exigibilité de la créance n'est donc pas remplie. Celui-ci serait un terme économique affectant l'ensemble de l'opération, mais pas uniquement les obligations issues du contrat initial. Le premier argument avancé repose sur le fait que les parties au contrat doivent exécuter un certain nombre d'obligations

à l'étude de l'opération de marché, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26.

⁴⁹² V. notamment I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, thèse Strasbourg, 1999 ;

⁴⁹³ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°181, p. 193.

⁴⁹⁴ *ibid.*

⁴⁹⁵ *ibid.*

⁴⁹⁶ K. MEDJAOUI, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, préface de C. Galvada, Paris, LGDJ, 1994, Bibliothèque de droit privé, tome 262, n°307, p. 110. Cet auteur précise que le « *terme* » doit être pris dans une acceptation économico-juridique ; V. également P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°182, p. 194.

avant la survenance du terme⁴⁹⁷. Toutefois, cet argument ne nous semble pas remettre en cause le caractère suspensif dont le contrat financier est affecté. En effet, le terme n'a vocation à suspendre que les obligations issues du contrat initial et du second contrat qui fait suite à la novation. Les obligations de règlement quotidien des marges ne sont pas dues au titre du contrat financier, la conclusion de celui-ci n'étant que le déclencheur de celles-là, qui sont dues au titre de la soumission de tout opérateur aux règles de marché. Ces obligations, en revanche, nous semblent être affectées d'un terme, mais extinctif⁴⁹⁸, étant donné qu'elles ont vocation à être exécutées de façon régulière jusqu'à l'échéance du contrat, sauf dénouement anticipé. En ce sens, le second argument qui consiste à considérer que la faculté de désengagement avant le terme constitue une exception aux règles applicables au terme suspensif ne nous semble pas devoir être retenu.

352. La condition de réciprocité des créances a également été contestée. Certains auteurs ont en effet estimé que la chambre de compensation ne pouvait être à la fois garante et partie au contrat. Toutefois, notre position diffère également sur ce point dès lors que nous considérons que l'organisme compensateur intervient tantôt en tant que partie à l'opération, et tantôt en tant que garante, en fonction des phases de l'exécution du contrat de la source d'obligation applicable (V. supra n°310).

353. Reconnaître l'intervention de la chambre de compensation en tant que contrepartie permet de considérer que le recours à une analyse nouvelle du processus de compensation n'est pas nécessaire. Pour faire jouer la compensation, le Code civil exige en effet que les créances soient « *réciproques* ». Or, si l'on refuse de considérer que la chambre de compensation s'interpose entre les parties et devient leur contrepartie, alors le critère de réciprocité n'est pas rempli⁴⁹⁹. Mais si l'on admet que la chambre de compensation devient partie au contrat, alors le mécanisme de la compensation envisagé par le Code civil peut suffire à expliquer ce qui peut

⁴⁹⁷ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°182, p. 194.

⁴⁹⁸ En faveur d'un terme extinctif, V. A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°389, p. 313. Cet auteur considère toutefois que si un terme devait affecter l'ensemble de l'opération, celui-ci serait extinctif. Or, notre position diverge puisque nous considérons qu'une qualité distributive du terme doit être retenue en fonction de la source des obligations.

⁴⁹⁹ D'une part, car les engagements sont anonymes, et d'autre part parce que si *Primus* est initialement engagé avec *Secundus*, les possibilités pour qu'il soit de nouveau engagé avec lui lorsqu'il procède à la conclusion du contrat nécessaire à son désengagement.

économiquement ressembler à une compensation multilatérale, mais qui n'est en fait juridiquement qu'une multitude de compensations bilatérales.

354. Prenons l'exemple simple dans lequel *Primus* s'est engagé envers *Secundus*, mais souhaite dénouer son engagement. La chambre de compensation s'est déjà interposée une première fois lors de la conclusion du contrat initial, et va s'interposer une nouvelle fois lorsque *Primus* va conclure le nouveau contrat nécessaire au dénouement de sa position avec *Tertius*. Dès lors, la compensation va pouvoir s'opérer entre ces deux engagements, *Primus* étant engagé envers la chambre de compensation une première fois en tant qu'acheteur et une seconde fois en tant que vendeur. La compensation s'est donc opérée de façon bilatérale, même si elle a nécessité pour sa réalisation la conclusion d'un contrat avec des tiers, ce qui peut donner cette impression d'un caractère multilatéral.

§3. Le désengagement et la compensation, facteurs du caractère spéculatif de l'opération financière

355. Tout le paradoxe de l'opération financière portant sur des marchandises, c'est d'être conçue à partir de contrats commerciaux qui vont donner naissance à des contrats financiers qui vont soit rester financiers, soit devenir commerciaux. Ce changement de nature suppose l'inexécution des obligations de livraison et de paiement du prix des marchandises, lesquelles auraient sans nul doute été considérées comme essentielles si le contrat avait conservé sa nature commerciale. Certes, ces obligations sont suspendues à un terme, et d'autres obligations sont exécutées pendant la période où celles-ci sont rendues inexigibles. Pour autant, elles existent. Et à terme, elles sont censées être exécutées. Pour les obligations issues du marché, la logique est totalement inverse. Elles n'existent pratiquement que pour permettre aux opérateurs de se désengager tandis que les obligations périodiques imposées par le marché sont censées disparaître. Entre la formation d'un contrat entre *Primus* et *Secundus* et l'intervention de la Chambre puis son exécution à la survenance du terme, les obligations issues de ce contrat initial sont suspendues. Pourtant, du fait des obligations introduites par les règles de marché et qui n'existent qu'à compter de l'intervention de la Chambre, entre cette dernière et les donneurs d'ordres initiaux que sont *Primus* et *Secundus*, le contrat va tout de même produire un certain nombre d'effets qui vont venir constater ceux qui ont gagné de l'argent, et ceux qui en ont perdu.

356. Lorsqu'un opérateur prend position sur un contrat à terme, il s'engage selon qu'il soit acheteur ou vendeur à livrer une marchandise ou à en acheter une à l'expiration d'un terme précisé dans le document contractuel établi par l'entreprise de marché. Le « *terme* » ainsi mentionné traduit un « *décalage temporel* »⁵⁰⁰ qui affecte non seulement les obligations du contrat initial, mais également l'opération dans son ensemble. Il démarre au moment de l'enregistrement, et s'achève à l'échéance stipulée dans le document contractuel. Le moment où chacune des parties doit exécuter ses obligations est donc prévu avant même la conclusion du contrat, lors de l'émission de l'ordre. Cependant, dès lors que la plupart des opérateurs sont intéressés par le risque affecté à la variation du prix des marchandises plutôt qu'aux marchandises elles-mêmes, ceux-ci préfèrent se désengager avant la survenance de ce terme⁵⁰¹.

357. Lorsqu'un opérateur se désengage, toutes les obligations sont affectées. D'un côté, les obligations du contrat initial, de délivrer la marchandise et d'en payer le prix, n'auront finalement pas l'occasion d'être exécutées, la révocation du contrat intervenant alors qu'elles étaient sous l'effet d'un terme suspensif. De l'autre, celles qui le liaient à l'organisme compensateur sont éteintes. Une simple soustraction entre les deux positions du donneur d'ordre aux jours de la formation de son opération et au jour de son désengagement va alors laisser apparaître un solde positif ou négatif, lequel représentera ses gains ou pertes.

* * * *

CONCLUSION DU CHAPITRE I.

L'intervention de la chambre de compensation constitue sans aucun doute la pierre angulaire de tout le système spéculatif des marchés financiers, lequel fonctionne dans l'intervalle où les obligations du contrat sont inexigibles du fait du terme suspensif.

⁵⁰⁰ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n° 148, p. 222 ; A.-C. ROUAUD, « *La faculté de désengagement dans l'opération de marché à terme* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 103.

⁵⁰¹ En ce sens, V. A.-C. ROUAUD, « *La faculté de désengagement dans l'opération de marché à terme* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013 p. 105 : « *les investisseurs institutionnels, hedge funds et arbitragistes, mais même les négociants, exportateurs ou producteurs de matières agricoles, interviennent sur les marchés financiers à des fins financières plutôt que commerciales* » ; V. également Y. SIMON, D. MARTEAU, *Marchés dérivés de matières premières*, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017, p. 18.

En effet, l'originalité de l'opération financière et ses conséquences sur la phase de détermination du contenu des contrats par l'entreprise de marché prend tout son sens lorsque l'on observe la situation dans son ensemble. La standardisation des contrats implique une équivalence juridique de tous les contrats susceptibles d'être conclus. Ils perdent leur individualité pour devenir de simples unités interchangeables les unes avec les autres. Cela ouvre la voie à l'intervention de la chambre de compensation entre les parties. En devenant le cocontractant de chacune d'entre elles, la Chambre s'assure que son intervention soit neutre d'un point de vue théorique : si les prix de marché évoluent, elle va verser à *Primus* ce que *Secundus* lui aura versé à elle. Le système de désengagement, visant à permettre aux opérateurs de se retirer s'ils estiment avoir gagné assez ou perdu trop d'argent, repose quant à lui sur l'intervention de la chambre de compensation. Celle-ci ayant pour seule exigence la préservation de la neutralité de son intervention, elle est tout à fait disposée à laisser un opérateur se désengager sous réserve qu'il s'assure que le risque qu'il assumait jusque-là soit repris par un autre opérateur. En se retirant, l'opérateur aura réalisé des gains et des pertes au titre de l'opération de marché, sans avoir à exécuter les obligations du contrat.

Chapitre II

LES SPÉCIFICITÉS DES CONTRATS FINANCIERS SUR MARCHANDISES ET LEUR INFLUENCE SUR LA QUALIFICATION DU CONTRAT

358. L’application d’un régime autonome pour les contrats financiers portant sur des denrées alimentaires peut être justifiée de plusieurs façons différentes. La première consiste à dire qu’il s’agit de produits essentiels à la survie humaine, et que cela implique que l’on ne puisse pas les considérer comme des actifs financiers ordinaires. La seconde consiste à dire qu’il existe, juridiquement, des arguments permettant d’affirmer que tous les contrats financiers ne peuvent pas fonctionner de la même manière selon le sous-jacent sur lequel ils sont construits. Le « *sous-jacent* » du contrat financier a pourtant un rôle particulier dès lors qu’en fonction de son caractère livrable ou non, les obligations du contrat ne seront pas les mêmes.

359. Mais n’importe quel sous-jacent peut faire l’affaire tant qu’il n’entre pas en contradiction avec l’ordre public. En réalité, seuls des critères économiques et des préoccupations relatives au bon fonctionnement du marché vont déterminer la création d’un nouveau contrat financier. Certes, cette infinité de sous-jacents ne modifie pas l’intégralité du contenu d’un contrat financier. Qu’il ait pour sous-jacent un indice climatique, un taux d’intérêt ou de change, ou encore une tonne de blé ou de soja, le contrat financier va comporter un certain nombre d’obligations identiques, immuables. Néanmoins, ce socle commun ne doit pas masquer les différences qui existent entre les contrats financiers qui ont pour sous-jacent des marchandises, dont font partie les denrées alimentaires, et ceux qui sont relatifs à des sous-jacents qui ne peuvent pas faire l’objet d’une délivrance physique, et dont l’ensemble des obligations consiste en des règlements monétaires (Section 1). Les contrats financiers qui portent sur des marchandises peuvent en effet faire l’objet d’une livraison physique, ce qui perturbe l’analyse unitaire du contrat financier (Section 2).

Section 1. L'EXISTENCE D'UNE OBLIGATION SPÉCIFIQUE DE DÉLIVRANCE POUR LES CONTRATS FINANCIERS PORTANT SUR DES MARCHANDISES

360. Certains contrats financiers ont un caractère purement financier. C'est le cas lorsque le bien qui sert à déterminer la valeur du contrat ne peut pas donner lieu à un contrat commercial, parce que le bien n'est pas susceptible de passer d'un patrimoine à un autre. Il en ira ainsi des contrats ayant pour sous-jacent des quotas d'émission de gaz à effets de serre, ou bien des taux d'intérêt pour ne citer qu'eux. Pour ces contrats, la survenance du terme donnera toujours lieu à un règlement en espèce, puisque la livraison du bien est impossible. En revanche, pour d'autres contrats financiers portant sur certains sous-jacents, la livraison de la marchandise est envisageable. Dans cette hypothèse, la survenance du terme donnera lieu à la livraison d'un bien en échange du paiement d'un prix, comme les contrats relatifs aux matières premières agricoles.

361. La nature du sous-jacent a donc une influence certaine sur les modalités d'exécutions d'un contrat financier (§1), ce qui se révèle lors de la survenance du terme, lorsque les obligations issues du contrat deviennent exigibles (§2)

§1. L'influence du sous-jacent sur les modalités d'exécution du contrat

362. En conformité avec l'Histoire, le législateur refuse toujours de dissocier ce que la loi de 1987 qui a entraîné la fusion du MATIF et du Marché à terme avait uni. Les contrats financiers sont tous regroupés sous la même bannière, sans aucune considération pour la spécificité de leurs sous-jacents (A). Toutefois, en analysant les différents modes d'exécution des contrats financiers au moment de la survenance du terme, force est de constater qu'il n'est pas aisément d'identifier la prestation caractéristique du contrat (B). Ainsi, si l'artifice consistant à masquer les différences entre les différents types de contrats financiers fonctionne d'un point de vue économique pour la majorité des opérations financières, l'originalité de ceux qui sont relatifs à des marchandises refait surface lors la survenance du terme, et invite à reconsidérer l'idée de rétablir une dichotomie entre les contrats financiers sur marchandises et les autres (C).

A. L'absence de reconnaissance de la spécificité des denrées alimentaires en tant que sous-jacents

363. Plutôt que d'avoir recours à une définition notionnelle du contrat financier, l'article D 211-1 A du Code monétaire et financier énumère une liste de catégories de contrats financiers que l'on peut classer en fonction de leur sous-jacent. Pour reprendre les termes du professeur PAILLER, « *le sous-jacent, c'est « ce qui est situé au-dessous »* »⁵⁰². Il s'agit du bien dont la valeur va servir de référence pour déterminer celle du contrat financier. L'article L. 211-1 III du Code monétaire et financier précise que « *Les contrats financiers, également dénommés "instruments financiers à terme", sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret* ». Les contrats sur matières premières agricoles ne forment pas un groupe autonome au sein des contrats financiers. Ils sont une partie d'un sous-ensemble, celui des « *marchandises* », qui regroupe les contrats qui ont pour sous-jacents des biens pouvant être livrés « *[...] en ce compris les métaux et leurs minerais et alliages, les produits agricoles et les fournitures énergétiques, telles que l'électricité* ».

364. Le choix des mots est important puisqu'ils montrent déjà l'importance du sous-jacent et ce en quoi il se distingue de l'objet : l'article D. 211-1 A précise toujours qu'il s'agit de contrats « *relatifs à* » un sous-jacent. Cette préférence terminologique nous semble pouvoir signifier deux choses.

La première, c'est que le législateur est mal à l'aise vis-à-vis de ces contrats, et préfère utiliser un vocabulaire plus large pour en esquisser un semblant de définition, avant d'établir une liste de critères qui permettent d'opérer un rattachement à cette dernière. C'est ainsi que le « *contrat à terme ferme* », en soi nécessairement commercial, car n'étant rien de plus qu'un contrat de vente assorti d'un terme, va être rattaché de force à la catégorie des contrats financiers dès lors qu'il est conclu « *[...] sur un marché réglementé [...]* ». La logique du rattachement est simple : la conclusion sur un marché réglementé entraîne *de facto* l'intervention d'une chambre de compensation (sans quoi ce n'est pas un marché réglementé),

⁵⁰² P. PAILLER, « *Le rôle du terme et du sous-jacent dans la formation du prix, Analyse juridique* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 76.

la chambre de compensation implique l'existence d'un mécanisme de désengagement, donc le contrat a une « *coloration financière* »⁵⁰³.

365. La seconde, c'est que les contrats financiers sur marchandises présentent une véritable particularité juridique dont la mesure n'est pas pleinement prise. L'idée de « *contrat relatif* » à un bien est parfaitement logique s'agissant de contrats purement financiers. Dès lors qu'ils ne peuvent constituer directement l'objet d'une prestation, ils n'auront de rôle que de servir de référence à la détermination de l'étendue de la prestation, qui est le versement d'une somme d'argent. En revanche, cette vision ne correspond pas aux contrats qui peuvent donner lieu à une livraison physique, et qui peuvent être l'objet d'une prestation. Il y a donc d'un côté les contrats financiers relatifs à des marchandises, qui sont en réalité des contrats de vente à terme, et de l'autre les contrats financiers qui sont simplement « *relatifs* » à un bien.

366. Les denrées alimentaires, qui sont des marchandises physiques, vont donc se retrouver mêlées à d'autres contrats pouvant porter sur « *des accords de taux futurs, des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêt, des rendements, des unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, à des indices financiers ou des mesures financières [...]*, dès lors que le texte précise que le contrat peut être financier, dès lors que son exécution peut être « *une livraison physique ou [un règlement] en espèces* ». Si la liste actuelle des contrats financiers avait été limitative, son étendue aurait déjà rendu difficile l'application de règles identiques à tous les contrats qui la composent. Mais le nombre de « *choses* » pouvant devenir le sous-jacent d'un contrat financier est rendu potentiellement illimité par le point 8 de l'article D 211-1 A qui inclut « *tout autre contrat à terme concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures, non mentionnées par ailleurs au 1 à 7 ci-dessus (...)* », et qui, comme le relève avec ce trait d'esprit un auteur « *constitue donc l'auberge espagnole des sous-jacents des instruments financiers à terme* »⁵⁰⁴.

367. La grande souplesse de cette liste énumérative présente les avantages de ses inconvénients. Elle a le mérite de reconnaître implicitement qu'il existe une grande variété de contrats financiers, et a finalement presque le même effet qu'une définition notionnelle. Cela permet d'appliquer indistinctement toute une série de dispositions à un ensemble de contrats,

⁵⁰³ S. PRAICHEUX, « *Instruments financiers à terme* », *Répertoire de droit des sociétés*, Dalloz, 2009n°6.

⁵⁰⁴ L'ordonnancement des contrats financiers n'est pas sans évoquer celui de l'ancien article 1384 du Code civil dont le premier alinéa a été érigé par la jurisprudence comme un principe général de responsabilité du fait d'autrui. Les autres alinéas ont alors perdu leur importance par rapport à la situation antérieure, lorsqu'ils constituaient des cas limitatifs de responsabilité du fait d'autrui. V. Cass. ass. plén., 29 mars 1991, arrêt Blieck.

tout en s'adaptant aux éventuelles nouveautés que la pratique pourrait introduire. Cependant, dans le même temps, cela revient à appliquer les mêmes dispositions à tous les contrats financiers, quels que soient leurs sous-jacents, et ainsi à nier les réelles particularités de certains d'entre eux. Cette critique doit tout de suite être relativisée à l'échelle des parties au contrat, l'entreprise de marché comme la Chambre de compensation établissant pour chaque type de contrats (par exemple, les contrats sur le blé de meunerie ou les contrats sur l'orge) des règles spécifiques. Celles-ci mettent par exemple en place des contrôles de la qualité des marchandises, afin de vérifier que celles-ci correspondent bel et bien, lors de la livraison, à la qualité mentionnée dans le contrat. Un tel mécanisme n'existe pas pour les contrats purement financiers, il n'aurait d'ailleurs aucun sens. Sont aussi instituées des dispositions destinées à s'adapter aux différences de qualité entre ce qui est mentionné dans le contrat, et ce qui est finalement livré. Les fiches techniques des contrats sur denrées alimentaires prévoient ainsi une réfaction du prix du contrat dans le cas où au moment de la livraison, celles-ci sont de qualité inférieure à celle stipulée dans le contrat⁵⁰⁵.

B. Les difficultés relatives à l'identification de la prestation caractéristique des contrats financiers

368. Au sens de l'article 1163 du Code civil, l'objet d'une obligation est « *une prestation présente ou future* ». Elle constitue « *ce à quoi le débiteur s'engage, c'est la prestation qu'il doit* »⁵⁰⁶, ou bien encore « *ce sur quoi on contracte, la matière de l'engagement* »⁵⁰⁷. Ainsi, selon que l'on se trouve en présence d'un contrat financier pouvant ou non donner lieu à une livraison, il n'y aura pas forcément les mêmes rapports entre le sous-jacent et la prestation objet de l'obligation.

Dans l'hypothèse d'un contrat financier donnant automatiquement lieu à un règlement monétaire, le transfert de propriété ne peut pas être l'objet de l'obligation puisque celui-ci est

⁵⁰⁵ Par exemple, l'article 24 de la fiche technique du contrat à terme sur blé de meunerie précise que « *Le montant dû par le donneur d'ordres acheteur au donneur d'ordres vendeur contre la livraison MATIF de la marchandise est calculé sur la base du cours de liquidation ajusté le cas échéant des réfactions telles que définies dans l'addendum technique n° II pour la vente des blés tendres de meunerie du Syndicat de Paris du Commerce et des Industries des Grains, Produits du sol et dérivés* ».

⁵⁰⁶ P. SIMLER, « *Synthèse 580 : Capacité, objet, cause des obligations* », Juris-Classeur civil, 2018, n°14.

⁵⁰⁷ M. FABRE-MAGNAN, *Droit des obligations, Contrat et engagement unilatéral*, Paris, PUF, 4^e éd., 2016, n°388, p. 421.

exclu par nature. le sous-jacent ne peut pas être l'objet d'une obligation puisqu'aucune ne porte directement sur lui, et les obligations ne sont que déterminées par rapport à sa valeur.

En revanche, lorsque la livraison physique est possible, le bien constitue nécessairement l'objet d'une des obligations du contrat. Les qualités de sous-jacent et d'objet se confondent alors sur la tête de la marchandise, si bien que l'on peut alors se demander si le contrat a une nature commerciale ou financière.

369. Répondre à cette interrogation suppose de répondre à une question déjà évoquée par le professeur PAILLER, qui consiste à se demander laquelle, parmi les différentes obligations en concurrence, constitue l'obligation essentielle ou caractéristique⁵⁰⁸. Est-ce l'obligation de livraison de la marchandise ou bien s'agit-il de l'une des obligations de couverture introduites par les règles de marché ? Plusieurs éléments vont jouer en faveur de la reconnaissance de l'une ou l'autre de ces obligations comme obligation essentielle du contrat financier.

Les auteurs en faveur de l'unité de la notion de contrat financier considèrent que les obligations qui découlent des règles de marché sont les plus importantes. Même s'ils reconnaissent qu'il y a parfois livraison, cela n'est pas de nature à remettre en cause la supériorité des obligations issues des règles de marché sur celles issues du contrat. Force est de reconnaître que dans la pratique, le fonctionnement même des marchés financiers fait que l'obligation de couverture périodique sera pratiquement toujours exécutée⁵⁰⁹, tandis que l'obligation de délivrance ne l'est que de façon très marginale.

En faveur des obligations relatives au sous-jacent, il nous semble que le premier argument est d'origine textuelle. La fiche technique précisant les obligations auxquelles sont soumises les parties fait référence de façon explicite aux obligations de livraison et de paiement du prix. En revanche, l'obligation de règlement des marges est mentionnée au sein des règles de la compensation, et donc pas dans le « *cœur nucléaire* » du contrat. Le professeur PAILLER considère d'ailleurs que « *l'obligation de couverture [...] fait naître un véritable lien d'obligation à la charge du donneur d'ordres, autonome par rapport à l'obligation principale de paiement des créances éventuelles de prix et de livraison* ». *Elle naît de l'engagement à*

⁵⁰⁸ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°338, p. 375.

⁵⁰⁹ En théorie, il est tout à fait possible qu'une procédure de désengagement ait lieu seulement quelques minutes après la formation

*terme, au même titre que de nombreuses obligations mises progressivement à la charge des parties par la jurisprudence et la loi »*⁵¹⁰. Ainsi, techniquement, les parties à un contrat sur marchandise ne s'engagent qu'à livrer ou payer cette marchandise. Ils acceptent également de se soumettre aux règles de marché et à toutes les obligations qui en découlent, mais leur engagement ne porte pas pour autant sur celles-ci.

C. Le sous-jacent, source d'une dichotomie entre les contrats financiers

370. Si tous les instruments financiers à terme sont comme leur nom l'indique assortis d'un terme, sa survenance n'emportera pas les mêmes conséquences en fonction du sous-jacent, et les modalités d'exécution varient nettement selon les hypothèses. Dans l'hypothèse d'une marchandise livrable, le contrat peut déboucher sur un transfert de propriété. *A contrario*, dans l'hypothèse d'un sous-jacent insusceptible de livraison ou dont la livraison a été exclue d'office lors de la création de l'instrument financier, la survenance du terme donnera lieu au versement d'une somme d'argent. Dès l'origine, il était impossible de procéder à une livraison, et les règles de marchés le confirment en précisant que pour les sous-jacents qui ne peuvent faire l'objet d'une délivrance physique, l'exécution se fera par le versement d'une somme d'argent correspondant à une différence de valeur entre le contrat au moment de sa formation et au moment de son exécution, lequel correspond à un « *ultime appel de marge* »⁵¹¹. Dans ce cas, au moment où les parties s'engagent, elles ne savent pas si à l'échéance, elles vont gagner de l'argent ou en perdre, ce qui confère au contrat un caractère totalement aléatoire. Mais pour les contrats ayant pour sous-jacents un actif livrable, la situation est renversée, puisque par essence le contrat n'est pas aléatoire, mais commutatif (V. infra n°412 s.). Lors de la survenance du terme, l'acheteur paiera ce qu'il s'était engagé à payer, et le vendeur vendra ce qu'il s'était engagé à vendre. C'est l'opération dans son ensemble qui a un caractère aléatoire.

371. Il y a matière à ériger une frontière entre d'un côté les contrats à terme qui excluent la livraison de la marchandise et ceux pour lesquels elle est impossible, et de l'autre ceux pour qui cette possibilité est ouverte⁵¹².

⁵¹⁰ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°341, p. 378.

⁵¹¹ ajouter la référence.

⁵¹² T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010, n°163, p. 179.

La majeure partie de la doctrine préfère essayer de conférer à ces contrats une qualification unique, et ce quel que soit leur sous-jacent. Un auteur a ainsi pu estimer que « *le mode de fonctionnement et d'extinction d'un contrat à terme négociable interdit toute qualification de contrat de vente [...] cette solution étant confortée par l'intention des parties et par la nature des marchés dérivés organisés et de leurs produits* »⁵¹³. L'objectif des parties serait alors toujours de « *modifier sa situation en réalisant une compensation des risques, une économie ou un gain* »⁵¹⁴.

Ce choix est cependant critiquable, parce qu'il revient à considérer que puisque la majorité des opérateurs raisonnent ainsi, la qualification du contrat doit suivre. Ce critère semble trop instable, et le retenir revient à soumettre la qualification du contrat à ce qu'en fait la majorité de ceux qui les utilisent. Dès lors, si pendant une journée tout le monde réclame la livraison des marchandises, cela voudrait dire que la qualification devrait changer pour cette journée, avant de revenir à sa qualification initiale si les opérateurs retournent à leurs choix habituels le lendemain.

De façon similaire, le professeur RIASSETTO estime que « l'obligation [de livraison] n'éta[nt] pas l'obligation principale née du contrat à terme, ce dernier peut difficilement être qualifié de vente ». Si cette solution est tout à fait logique s'agissant des contrats pour lesquelles la livraison est exclue, refuser à l'obligation de livraison la qualité de prestation caractéristique pour l'ensemble des contrats revient à nier la nature profonde des contrats qui peuvent s'exécuter ainsi, et de conférer aux obligations ayant pour source les règles de marché une importance supérieure à celle des obligations du contrat.

372. Il est possible d'objecter que l'obligation de couverture périodique sera toujours exécutée quel que soit le sous-jacent, et quels que soient les choix des opérateurs, ce qui pourrait permettre d'en faire la prestation caractéristique, et de cristalliser une qualification unitaire du contrat à terme autour de cette obligation, comme l'a fait le professeur PAILLER⁵¹⁵. Mais ici encore l'obligation de couverture périodique a pour origine les règles de marché, pas le contrat. À ce titre, il serait étrange d'en faire une obligation essentielle. Il s'agit d'un mécanisme de marché qui va produire des effets, mais c'est de façon presque officieuse que les parties en font

⁵¹³ K. MEDJAOUI, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, préface de C. Galvada, Paris, LGDJ, 1994, Bibliothèque de droit privé, tome 262, n°1053, p. 349.

⁵¹⁴ *ibid.*, n° 1055, p. 350.

⁵¹⁵ V. en ce sens, P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28, n°337 s., p 371 s.

l'objet principal de leur engagement. Cette obligation transforme n'importe quel contrat en pari, quelle que soit sa nature initiale, mais il nous semble qu'il ne s'agit que d'une obligation accessoire, en dépit de l'importance qui lui est donnée.

373. Ainsi, il nous semble certain que l'on ne peut pas placer dans la même catégorie les contrats ayant pour sous-jacents des marchandises livrables, et les autres. Si dans la pratique, les obligations relatives à la marchandise sont souvent victimes du désengagement des opérateurs, elle n'en demeure pas moins, au regard du contrat, la seule obligation à laquelle les parties s'engagent.

§2. L'exécution des contrats financiers sur marchandises à compter de la survenance du terme

374. Le règlement général de l'AMF laisse à la chambre de compensation la charge de préciser les modalités d'exécution des contrats financiers dans l'hypothèse où une position serait toujours ouverte lors de la survenance du terme . S'agissant des contrats à terme portant sur des marchandises, les dispositions générales sont établies par une instruction à laquelle renvoie l'article 1.3.2.6 des règles de la compensation⁵¹⁶, et par des dispositions applicables à chaque contrat à terme en fonction de son sous-jacent, précisées au sein d'Avis⁵¹⁷. Les règles de compensation consacrent ainsi une section aux dispositions relatives aux marchandises . Outre un rappel du fait que toute position ouverte à l'échéance donne droit au paiement ou à la livraison des marchandises , cette section précise une partie des modalités de livraison⁵¹⁸. Une

⁵¹⁶ LCH.Clearnet SA, Instruction n°III 4-4.

⁵¹⁷ L'instruction n°III 4-4 précise qu'un avis est un « *Document diffusé comme tel par LCH.Clearnet SA, et ses modifications subséquentes, visant à informer l'ensemble des Adhérents Compensateurs ou une catégorie d'entre eux sur des questions relatives au fonctionnement de la compensation des opérations et qui s'impose directement à ces Adhérents Compensateurs. Sauf indication contraire dans les Règles de la Compensation, les Avis ne couvrent que des aspects techniques et opérationnels en application des principes contenus dans les Règles de la Compensation ou dans une Instruction* ».

⁵¹⁸ Le jour de la survenance du terme, l'adhérent compensateur vendeur doit remettre un certain nombre de documents attestant de la conformité du bien détenu par le silo ou terminal agréé aux spécifications du contrat, selon les modalités prévues par l'organisme compensateur et publiées dans des Avis. Un jour après la survenance du terme (autrement appelé l'« échéance »), l'intermédiaire du donneur d'ordre vendeur doit indiquer à l'organisme compensateur son intention de livrer la marchandise à un lieu de livraison défini. Chaque adhérent compensateur va ainsi préciser où les marchandises que ses clients vendent vont être livrées, parmi une liste de lieux prédéterminée. Le même jour, l'organisme compensateur va opérer un rapprochement entre les intermédiaires acheteurs et les intermédiaires vendeurs, ceux ayant les plus gros volumes de contrats en livraison ayant la priorité. Ainsi, plus un intermédiaire a de clients qui sont tenus de livrer une marchandise, plus ils seront prioritaires pour l'attribution d'un lieu de livraison préférentiel. Le même schéma va ensuite se reproduire un étage plus bas, puisque les intermédiaires vont à leur tour procéder à l'affectation des « *positions de leurs donneurs d'ordres à leurs contreparties respectives selon le nombre décroissant des lots en position* ».

partie seulement, car pour chaque marchandise, il existe une procédure de livraison soumise à un certain nombre de règles qui lui sont propres, et qui sont précisées dans des Avis spécifiques.

375. Une journée après la survenance de l'échéance, la Chambre procède à une « *assignation* ». Celle-ci consiste à indiquer aux adhérents compensateurs acheteurs où ils pourront récupérer les marchandises. Les lieux sont dans un premier temps des zones relativement vagues (un port, un point de livraison, un silo, etc.). Les règles de marché se contentent de préciser d'abord que « *La livraison des marchandises s'opère en mettant face à face les adhérents Compensateurs acheteurs et vendeurs* », avant de laisser aux adhérents compensateurs (qui feront évidemment ce qu'exige leur donneur d'ordre) le choix entre deux procédures de livraison qui semblent hiérarchisées. La procédure de livraison principale dite « *garantie MATIF* » à travers laquelle l'organisme compensateur exécute à titre principal les obligations de paiement et de livraison héritées du contrat à terme (A), et la procédure dite « *alternative* » par laquelle la chambre de compensation se retrouve libérée de toute obligation à titre principal ou subsidiaire (B).

A. L'exécution du contrat sous l'égide de l'organisme compensateur

376. Pour rappel, avant le terme, les obligations de la convention peuvent être divisées en deux catégories. D'une part, celles qui ont été héritées du contrat à terme initial, à savoir l'obligation de payer le prix et de livrer la marchandise. Étant précisément suspendues à la survenance du terme mentionné, elles n'ont pas vocation à être exécutées. D'autre part, l'obligation de couverture entendue au sens large, qui englobe le fait de verser un dépôt de garantie dès la conclusion du contrat, et ensuite de répondre à des appels de marge périodiques, l'obligation de régler une somme d'argent pouvant parfois s'avérer être un droit en fonction de la variation de la valeur du contrat. La survenance du terme a alors pour effet de rendre exigibles les obligations qui étaient jusqu'alors suspendues, tout en ayant un effet extinctif pour les obligations de couvertures qui résultaient de la novation et des règles de marché. C'est finalement tout à fait logique : dès lors que l'obligation de couverture sert majoritairement à

de chacun ». Si leurs donneurs d'ordres le désirent, les intermédiaires disposent ensuite d'une journée supplémentaire pour « *s'échanger entre eux, les contrats en livraison* » avant que l'organisme compensateur ne publie une liste définitive précisant qui devra livrer et à quel lieu. Enfin, une journée après la fin des rapprochements, une notification est transmise à chacun des intermédiaires établissant leur engagement à livrer ou payer les marchandises. Pendant cette période qui s'étend de la survenance du terme à la livraison (4 jours plus tard), des dépôts de garantie continuent d'être exigés par l'organisme compensateur pour les positions qui sont restées ouvertes, à l'image de ceux qui ont été exigés jusqu'alors.

permettre aux donneurs d'ordres de se désengager avant que leurs obligations de paiement et de livraison deviennent exigibles, le fait qu'elles le deviennent la prive d'une grande partie de son intérêt.

377. Si les effets de la survenance du terme sur les obligations du contrat sont clairement identifiés, la rédaction des règles de la compensation rend malaisée la question du statut de la Chambre au stade de la livraison (1), même s'il semble qu'au final, la chambre de compensation soit bel et bien le débiteur principal de l'obligation de livraison (2).

1. La qualité de la Chambre lors de la survenance du terme

378. En ce qui concerne la Chambre de compensation, les différentes opérations constituent un « *jeu à somme nulle* ». Il existe une égalité de principe entre les acheteurs et les vendeurs, au moins au stade de la formation des contrats et du désengagement des donneurs d'ordres. Au niveau de la formation, rappelons en effet qu'un ordre d'achat ne peut être exécuté que s'il existe un ordre de vente correspondant. Certes, une défaillance au cours de l'exécution du contrat peut perturber cet équilibre. Mais d'une part des mécanismes préventifs permettent de prévenir au maximum ces défaillances⁵¹⁹, tandis que la liquidation d'office des positions en cas de défaillance permet d'en minimiser les conséquences. Et d'autre part, cela ne remet pas en cause le principe d'un équilibre entre le nombre d'acheteurs et de vendeurs. De la même façon, la procédure de désengagement reposant sur la conclusion d'un nouveau contrat, *Primus* dont l'ordre a été rapproché de celui de *Secundus*, ne pourra se désengager qu'à condition de conclure un contrat en sens inverse avec *Tertius*. Par conséquent, pour le marché, il y aura toujours autant d'acheteurs que de vendeurs puisque le rapport théorique qui unissait *Primus* à *Secundus* a été remplacé par celui qui unit *Tertius* à *Secundus*. Par conséquent, la Chambre aura toujours, en théorie, un équilibre entre le nombre d'acheteurs et de vendeurs lors de la survenance du terme. À supposer qu'elle exécute à titre principal les obligations des uns et des autres, elle devrait alors toujours recevoir l'équivalent de ce qu'elle donne.

379. Au stade de la livraison, plusieurs éléments entraînent des interrogations sur le rôle tenu par l'organisme compensateur. En premier lieu, la dénomination même de la procédure de livraison « *garantie MATIF* » prête à confusion. Le terme de « *garantie* » renvoie à l'idée que

⁵¹⁹ Les obligations de couverture permettent de s'assurer de la solvabilité des donneurs d'ordres, les intermédiaires serviront de fusibles en vertu de leur statut de ducroire vis-à-vis de la Chambre de compensation,

la Chambre intervient à titre subsidiaire, si un débiteur principal a failli à l'exécution de son obligation de paiement ou de délivrance d'une marchandise. Pourtant, *a priori*, les règles de marché précisent le contraire. Les règles de la compensation précisent en effet que « *dès la novation, LCH.Clearnet SA, en sa qualité de contrepartie centrale, s'engage envers les Adhérents Compensateurs concernés à exécuter les obligations résultant des Transactions [...] : (iv) Pour les Transactions sur contrats à terme sur marchandises : le paiement des Marges ; et le règlement des montants en espèces à l'Adhérent Compensateur vendeur ; et la livraison des marchandises à l'Adhérent Compensateur acheteur* »⁵²⁰. Lorsque ce mode de livraison est choisi, il semble donc que ça soit bel et bien la chambre de compensation qui va exécuter à titre principal les obligations issues du contrat initial et qui étaient jusqu'alors suspendues au terme. Or, l'impossibilité d'être à la fois le débiteur principal d'une obligation et le garant de celle-ci est toujours présente. Même si nous pensons que la Chambre n'a pas la même qualité selon qu'elle exécute les obligations issues du contrat initial ou des règles de marché (V. supra n°310 s.), ce raisonnement ne peut pas être transféré à l'obligation de livraison. Si la Chambre de compensation a une qualité distincte avant la livraison, c'est parce qu'il y a des obligations distinctes à exécuter. Or, dans l'hypothèse de la livraison, il faudrait qu'elle ait une qualité distincte pour une même obligation. La dénomination de la procédure entre donc en conflit avec la procédure en elle-même.

380. Malheureusement, la réglementation européenne ne permet pas vraiment de trancher la question dès lors qu'il se contente de laisser aux organismes compensateurs le soin de préciser à quel titre ils interviennent. Tout en précisant qu'une contrepartie centrale, ce qu'est la Chambre de compensation, est « *une personne morale qui s'interpose entre les contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, en devenant l'acheteur vis à vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur* », le règlement 648/2012 dit « *EMIR* » indique ainsi que « *Les contreparties centrales énoncent clairement leurs obligations en ce qui concerne les livraisons d'instruments financiers, en précisant notamment si elles sont tenues d'effectuer ou de recevoir la livraison d'un instrument financier ou si elles indemnisent les participants pour les pertes subies au cours de la livraison* »⁵²¹.

381. Puisque le débiteur d'une obligation ne peut pas être en même temps en être le garant, il faut en déduire soit que la dénomination de la procédure de livraison n'est pas adaptée, soit

⁵²⁰ Article 1.3.2.6 des règles de la compensation.

⁵²¹ Article 50 §2 du règlement EMIR.

que la Chambre de compensation n'est pas le débiteur principal. Dès lors que la dénomination de la procédure de livraison n'a pas d'effet normatif en soi, au contraire des règles précisant que l'enregistrement de la transaction entraîne une novation, il semble qu'il faille privilégier l'hypothèse d'une appellation erronée d'un point de vue juridique, et qu'une fois encore, le terme de « *garantie* » ne reflète qu'une réalité économique fondée sur la solidité financière de l'établissement. Par ailleurs, à la lecture de l'article, il est difficile de croire que les intermédiaires soient mis face à face, il semble plutôt que la Chambre de compensation demeure la contrepartie centrale, et donc le cocontractant des adhérents compensateurs⁵²².

2. Les obligations de la chambre de compensation

382. Si la chambre de compensation est partie au contrat, cela impliquerait *a priori* qu'elle acquiert la propriété des marchandises lorsque celles-ci sont livrées, et qu'elle livre à son tour ce qu'elle reçoit à ceux envers qui elle est devenue vendeuse. Les contrats étant standardisés, il devrait toujours y avoir un équilibre entre ce qu'elle reçoit et ce qu'elle transmet. Cependant, l'étude des modalités de livraison révèle que ce n'est pas ainsi que les choses fonctionnent. La chambre ne prend jamais livraison des marchandises. Elle met en place tout un ensemble de protocoles destinés à en vérifier la qualité, mais elle reste en dehors de l'opération. En réalité, il nous semble que la « *remise face à face* » mentionnée par les règles de la compensation⁵²³ ne signifie pas que la Chambre sort du rapport contractuel. Il nous semble que cela doit être considéré comme une variante de l'indication de paiement⁵²⁴, une « *indication de livraison* ». Et en réalité, l'analyse des documents contractuels qui précisent les modalités applicables à chaque contrat sur marchandise nous conforte dans cette idée. Ils mentionnent toujours des indications quant aux modalités de livraison de la marchandise⁵²⁵, mais ne donnent jamais d'indications sur la paiement. Prenons par exemple les modalités de livraison de la fiche

⁵²² Pour une nuance sur la qualité de contrepartie centrale en dépit des reconnaissances textuelles, V. T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°1241, p. 794 ; M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, préface de J. Béguin, Avant-propos de J.-J. Daigre, Paris, Dalloz, 2004, Nouvelle bibliothèque de thèses, tome 59, n°771, p. 337. Ces différents auteurs relèvent avec justesse qu'à l'occasion de la défaillance d'un adhérent compensateur, la chambre de compensation mobilise en priorité les « garanties réelles fournies par le débiteur pour exécuter l'obligation pour laquelle il s'avère défaillant », au lieu de mobiliser ses propres ressources.

⁵²³ Article 3.4.1.10 des règles de la compensation : « *La livraison des marchandises s'opère en mettant face à face les Adhérents Compensateurs acheteurs et vendeurs* ».

⁵²⁴ V. F. COLLART DUTILLEUL, P. DELEBECQUE, *Contrats civils et commerciaux*, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 10^e éd., 2015, n°340, p. 315.

⁵²⁵ Par exemple, la fiche technique du contrat à terme sur le Blé de meunerie n°2 consacre son 3^{ème} chapitre à la livraison.

technique relative au contrat à terme sur le maïs. Celles-ci indiquent qu'« *A l'échéance, tout contrat resté en position donne lieu à la livraison, par le vendeur, et à la réception, par l'acheteur, d'un lot de 50 tonnes métriques de marchandise, conformes aux dispositions du présent règlement* »⁵²⁶. Cela nous semble donc signifier qu'elles ne diffèrent pas de ce qui est prévu par les règles générales de la compensation, et donc que l'organisme de compensateur est le débiteur principal du contrat, et que le terme de garantie n'a, une fois encore, qu'une valeur économique.

383. Au support de cette analyse, il est possible de citer la fiche technique relative à un contrat sur marchandises (V. annexe). Celle-ci précise les règles applicables au transfert de propriété, et indique que « *Le transfert de propriété entre donneurs d'ordres vendeurs et acheteurs est réalisé par le transfert en silo [...] À cette date, le donneur d'ordres vendeur donne l'ordre au silo, dans les formes prévues par instruction de la chambre de compensation, de transférer la marchandise au donneur d'ordres acheteur*527. Ce qui est indiscutable, c'est l'absence de liberté des donneurs d'ordres même au stade de la livraison. En revanche, deux lectures de ces règles nous semblent envisageables.

384. La première, c'est qu'il y a un véritable changement de débiteur et de créanciers, et que la Chambre n'est plus engagée à titre principal envers *Primus* et *Secundus*. La Chambre se contente simplement, afin de veiller à la bonne exécution des transactions et d'assurer sa « *garantie de bonne fin* » que chaque opérateur livre ce qu'il doit, quand il le doit, où il le doit et à qui il le doit. Cependant, il faut alors expliquer comment celle qui était la contrepartie centrale jusqu'alors ne l'est plus, les textes ne précisant à aucun moment de façon explicite qu'elle perd ce statut. La seconde, qui a notre préférence, c'est que ce texte correspond à une indication de livraison, et que la Chambre interviendra à titre subsidiaire en cas de défaillance d'un donneur d'ordre.

385. Cette analyse permet en outre d'expliquer la formulation de l'article 1.3.2.8 des règles de la compensation, lequel introduit un doute quant à la nature des obligations que la Chambre sera tenue d'exécuter en cas de survenance du terme.

⁵²⁶ Article 13 de la fiche technique du contrat à terme sur le maïs. L'article 12 de la fiche technique du contrat à terme sur le Blé de meunerie n°2 mentionne pratiquement la même chose : « *A l'échéance, tout contrat resté en position donne lieu à livraison MATIF par le donneur d'ordres vendeur au donneur d'ordres acheteur d'un lot de marchandise conforme aux dispositions de la présente fiche technique* ».

⁵²⁷ Article 21 de la Section 3 relatif au transfert de propriété (en dehors de la procédure alternative).

Cet article précise en effet dans son premier alinéa que lorsque la Chambre exécute « les obligations décrites à l'article 1.3.2.6 [celle-ci] prend la forme d'une indemnisation en espèces calculée et appliquée conformément à une Instruction ». Sans l'existence de l'indication de livraison, cela voudrait dire qu'en cas de survenance du terme, la chambre de compensation est tenue de procéder elle-même à la livraison de la marchandise, mais qu'elle n'exécute jamais cette obligation sous cette forme, puisqu'elle procède de façon systématique au versement d'une somme d'argent correspondant à la valeur de la marchandise. En revanche, si l'on tient compte de l'indication de livraison, cet article pourrait décrire ce qui se passe en cas de défaillance du donneur d'ordre que la Chambre a chargé de la livraison ou du paiement. La Chambre, qui serait alors tenue d'exécuter le contrat à titre principal, serait protégée contre la charge d'acheter elle-même la marchandise pour la livrer.

386. Elle serait en effet débitrice d'une « *obligation alternative* »⁵²⁸ dans le principe, tout en annonçant clairement qu'elle exécuterait toujours celle-ci de la façon la plus simple pour elle, par le versement d'une somme d'argent. Or, dans le cadre d'une obligation alternative, le choix de choisir laquelle des deux prestations exécuter appartient au débiteur⁵²⁹. Autrement dit, en cas de défaillance du donneur d'ordre vendeur dans son obligation de livraison, le donneur d'ordre acheteur recevra une somme d'argent de la part de la Chambre, et devra aller acheter la marchandise lui-même. S'il subit un préjudice, la question est de savoir s'il pourra tout de même se retourner directement contre le donneur d'ordre vendeur qui n'aura pas exécuté correctement son obligation de délivrance, alors même que celui-ci n'est pas son débiteur principal ? Ou s'il pourra engager la responsabilité de la Chambre de compensation qui, elle, aura pourtant exécuté correctement son contrat. Peut-il seulement justifier d'un préjudice, sachant que celui qui est officiellement son débiteur principal est soumis à une obligation alternative ? Une réponse négative semble plus probable au vu de l'acceptation du fonctionnement des règles de marché par l'opérateur.

387. Par ailleurs, nous ne pouvons pas nier que l'article suivant instaure un doute. Celui-ci énonce que « *Si l'état du marché ne permet pas à LCH.Clearnet SA de livrer un Instrument financier donné, [...] LCH.Clearnet SA paiera une compensation pécuniaire en remplacement de la livraison de l'Instrument Financier ou des actifs concernés* ». Sachant que le terme

⁵²⁸ Art. 1307 C. Civ « *L'obligation est alternative lorsqu'elle a pour objet plusieurs prestations et que l'exécution de l'une d'elles libère le débiteur* ». V. L. ANDREU, N. THOMASSIN, *Cours de droit des obligations*, Amphi LMD, 2^e éd., 2017, n°2019, p. 676.

⁵²⁹ Art. 1307-1 al. 1^{er} C. Civ.

« d'Instrument financier » englobe les notions de titres financiers et de contrats financiers, on peut se demander quel est l'intérêt d'annoncer que la Chambre livrera ce qui doit être livré sauf en cas d'impossibilité due à l'état du marché, alors même qu'elle annonce plus tôt que de toute façon, elle procèdera toujours à un versement en espèce.

La lecture de cet article semble au contraire indiquer que le versement d'une somme d'argent en lieu et place de la livraison d'une marchandise ne peut avoir lieu que de façon subsidiaire, s'il y a une impossibilité physique de délivrance des marchandises. Faut-il y voir une façon pour la Chambre de se prémunir contre l'hypothèse, peu réaliste, où il y aurait tant d'opérateurs à souhaiter prendre livraison de la marchandise que la production mondiale ne suffirait pas à satisfaire tous les acheteurs ?

388. Quoi qu'il en soit, la rédaction de ces deux articles montre que du point de vue de la Chambre, il y a une assimilation complète des contrats financiers sur marchandises aux contrats purement financiers. Les obligations du contrat initial, jusqu'alors inexigibles du fait du terme suspensif qui affecte l'opération, dont la Chambre demeurait malgré tout débitrice, et qui avaient survécu à la possibilité de révocation unilatérale du contrat, se trouvent finalement « *court-circuitées* » de façon automatique et systématique, au moment où elles devraient finalement être exécutées.

B. L'exécution du contrat sans l'organisme compensateur

389. Le seul moyen pour un donneur d'ordre d'obtenir une livraison effective d'une marchandise et pas une somme d'argent serait d'avoir recours à la procédure de livraison dite « *alternative* » décrite dans l'alinéa 2 de l'article 1.3.2.8 des règles de la compensation. Celle-ci « *consiste en un accord amiable entre l'Adhérent Compensateur vendeur et l'Adhérent Compensateur acheteur sur les conditions de livraison* » qui a pour effet de « *[libérer la Chambre] de l'exécution de ses obligations telles que décrites à l'article 1.3.2.6* »⁵³⁰. Cela veut donc dire que la Chambre n'est plus le débiteur principal des obligations de paiement et de livraison. Elle n'en est pas plus la garante, puisqu'elle ne l'a en réalité jamais été et que rien n'indique qu'elle le deviendrait alors. Par conséquent, l'accord trouvé par les parties échapperait totalement aux règles des marchés financiers, et serait donc un authentique accord commercial régi par le droit commun.

⁵³⁰ Article 1.3.2.8 des règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.

390. Elle nécessite donc de replacer les intermédiaires des donneurs d'ordres face à face, ce qui suppose de retirer la chambre de compensation de l'équation comme l'on supprimerait les facteurs communs dans une fraction. Cependant, si les règles de marché indiquent l'existence de la novation pour justifier l'interposition de la Chambre entre *Primus* et *Secundus*, elle n'explique pas comment, juridiquement, elle sort de ce rapport. Comment la Chambre, qui était jusqu'alors le débiteur principal de l'obligation de règlement et de livraison, de s'y soustraire ?

391. La détermination juridique des modalités de livraison découle de 3 articles qui correspondent à 3 étapes du processus. Les règles précisent d'abord que chaque position ouverte lors de la survenance du terme « *donne droit au paiement ou à la livraison d'un lot de marchandises* »⁵³¹. Elles indiquent ensuite que « *la livraison des marchandises s'opère en mettant face à face les Adhérents Compensateurs acheteurs et vendeurs* »⁵³², avant d'offrir aux opérateurs le choix entre deux procédures de livraison distinctes⁵³³ : la procédure de livraison principale dite « *garantie MATIF* », et la procédure dite « *alternative* », qui « *consiste en un accord amiable entre l'Adhérent Compensateur vendeur et l'Adhérent Compensateur acheteur sur les conditions de livraison* ».

L'article 1.3.2.6 indique en effet que « dès la novation, LCH.Clearnet SA, en sa qualité de contrepartie centrale, s'engage envers les Adhérents Compensateurs concernés à exécuter les obligations résultant des Transactions [...] : (iv) Pour les Transactions sur contrats à terme sur marchandises : le paiement des Marges ; et le règlement des montants en espèces à l'Adhérent Compensateur vendeur ; et la livraison des marchandises à l'Adhérent Compensateur acheteur ». À la lecture de l'article, il est difficile de croire que les intermédiaires soient mis face à face, il semble plutôt que la Chambre de compensation demeure la contrepartie centrale, et donc le cocontractant des Adhérents. Dans ce cas, il n'y a pas d'autre changement de cocontractant, contrairement à la thèse défendue par le professeur RIASSETTO.

392. Cela nous permet de confirmer que lors de la novation, les obligations qui unissaient *Primus* à *Secundus* ont été soit transférées, soit éteintes puis recréées à l'identique vis-à-vis de la chambre de compensation (ce qui ne change pas grand-chose, si ce n'est que si elles sont transférées, cela est nécessairement le résultat d'une novation par changement de sujet, et pas par changement d'objet. S'il y a changement d'objet, alors l'obligation initiale doit être éteinte

⁵³¹ Art. 3.4.1.9 des règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.

⁵³² Art. 3.4.1.10 des règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.

⁵³³ Art. 3.4.1.11 des règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.

puis recréée à l'identique. La nécessité d'une novation par changement d'objet dépend quant à elle de la qualification de l'obligation de règlement des marges. Si c'est une obligation purement contractuelle, alors elle nécessite un accord de volonté. Si c'est une obligation contractuelle, mais d'origine réglementaire, la novation par changement de sujet suffit seule à son introduction, et la double novation défendue par le professeur RIASSETTO peut être ramenée à une simple novation par changement de sujet). C'est pourquoi il nous semble qu'elle ne peut être considérée comme un garant autrement qu'au sens économique du terme, du moins s'agissant des contrats financiers portant sur des marchandises livrables.

393. La possibilité de prendre livraison des marchandises permet donc d'ancrer le contrat financier dans la sphère commerciale lorsque le terme survient. Cependant, cette situation n'arrive que de façon résiduelle, et c'est en grande partie des opérations spéculatives qui sont présentes au sein des marchés financiers.

Section 2. LA TRANSFORMATION D'UNE OPÉRATION COMMERCIALE EN OPÉRATION SPÉCULATIVE

394. Puisque les modes de formation et d'exécution des contrats financiers s'éloignent de ceux des contrats civils, il est permis de se demander s'ils peuvent encore s'insérer dans les figures contractuelles classiques sans les dénaturer, ou s'ils méritent une qualification autonome. Si une classification des différents contrats financiers peut être faite selon divers critères tels que le type de sous-jacent ou les obligations qu'ils font naître⁵³⁴, leur attribuer une qualification qui tienne compte de ces différents éléments constitue une démarche plus complexe. Certes, l'ensemble de la doctrine s'accorde pour dire que l'exécution des contrats financiers ne correspond pas aux canons du droit commun des contrats. Mais les particularités liées à l'exécution d'un contrat ont été analysées comme de simples modalités d'exécution des contrats, pas comme des éléments susceptibles de remettre en cause leur nature contractuelle. Cette question oppose ainsi ceux qui sont partisans de la reconnaissance de la nature contractuelle de ces engagements, et ceux qui considèrent qu'ils ne peuvent être assimilés à des contrats au sens du droit civil. Néanmoins, des travaux plus récents ont mis l'accent sur le particularisme de la phase de formation des contrats. Là où les partisans d'une analyse

⁵³⁴ A.-D. MERVILLE, « *Typologie des contrats à terme* », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 66.

contractuelle des contrats financiers considèrent que seule leur exécution présente une véritable originalité, et que leur nature contractuelle n'en est pas affectée⁵³⁵, d'autres estiment que la phase de formation présente trop de singularités pour caractériser une réelle rencontre des volontés au sens du Code civil, et que la qualification contractuelle ne peut être retenue⁵³⁶.

395. Au moins s'agissant des contrats financiers qui peuvent donner lieu à un transfert de propriété, la qualification de contrat semble s'imposer au regard de l'éventualité d'un transfert de propriété à titre onéreux des marchandises à l'échéance. L'analyse des différents contrats qui composent l'opération financière montre que même si des doutes subsistent, leur rattachement à la notion de contrat est possible (§1). Cela permet de regretter d'autant plus l'inadéquation qui existe entre les mécanismes du droit des contrats qui pourraient permettre de contrôler l'activité spéculative et le fonctionnement des marchés financiers (§2).

§1. Analyse des différents contrats composant l'opération financière

396. Il n'est pas aisé de définir de façon très précise ce qu'est un contrat, plusieurs auteurs soulignant que l'extension du concept de contrat conduit à des confusions⁵³⁷. L'utilisation du contrat a en effet progressé jusqu'à atteindre des « *secteurs traditionnellement soustraits au libre jeu des volontés individuelles (la famille, la justice, le fonctionnement des personnes publiques, etc.)* »⁵³⁸. Dès lors, la place ou la valeur de certains éléments qui auraient pu jadis être considérés comme essentiels pour qualifier un acte juridique de « *contrat* » est aujourd'hui discutée. L'article 1101 du Code civil précise que « *le contrat est un accord de volontés entre deux ou plusieurs personnes destiné à créer, modifier, transmettre ou éteindre des obligations* ». Deux éléments essentiels sont tirés de cette définition : l'exigence d'un accord

⁵³⁵ T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010.

⁵³⁶ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16 ; A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26 ; P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28.

⁵³⁷ V. en ce sens : M. MEKKI, *L'intérêt général et le contrat*, préface de J. Ghestin, Paris, LGDJ, 2003, Bibliothèque de droit privé, tome 411, cité par P. ANCEL, « Sur une approche nominaliste du contrat », in *Mélanges François Collart Dutilleul*, Dalloz, 2017, p. 6 ; É. SAVAUX, « La dilution des catégories », in *Forces subversives et forces créatrices en droit des obligations*, Dalloz, 2005, p. 33 s. ; J. GHESTIN, « *La notion de contrat* », *D.* 1990, chron. n°147, p. 147 ; P. JESTAZ, « La nouvelle crise du contrat », in C. M. JAMIN, Denis (dir.), Dalloz, 2003

⁵³⁸ P. ANCEL, « Sur une approche nominaliste du contrat », in *Mélanges François Collart Dutilleul*, Dalloz, 2017, p. 6.

de volonté d'une part, et la création, la modification, la transmission ou l'extinction d'obligations d'autre part. En dépit de cette exigence textuelle, le rôle de chacun de ces éléments en tant qu'élément de définition de ce qu'est un contrat a été discuté⁵³⁹. Les difficultés d'analyse des mécanismes des contrats financiers qui permettraient de les rattacher ou non à la catégorie des contrats au sens du droit commun se doublent donc avec les difficultés préexistantes du droit commun quant à la définition même de ce qu'est un contrat.

397. L'opération financière semble être composée de contrats successifs qui ne peuvent jamais coexister. Le premier contrat va être immédiatement éteint par la novation, qui constitue en réalité elle-même un contrat au sens de l'article 1101 du Code civil, puisqu'elle « *produit, à la fois, un effet extinctif et créateur d'obligations, [ce qui en fait donc] un contrat au sens strict* »⁵⁴⁰. Le contrat qui fait suite à cette novation a quant à lui vocation à perdurer jusqu'à la fin de l'opération (B), sauf dans l'hypothèse où les opérateurs en décident autrement (C).

A. Le contrat initial, point de départ de l'opération de marché

398. À y regarder de plus près, la transaction qui précède la novation, le « *contrat initial* », peut se révéler assez mystérieuse. Est-ce que l'opération financière et le contrat financier de l'article D. 211-1 A se confondent, ou bien sont-ils distincts ? Y a-t-il un seul contrat complexe à exécution successive ? Ou bien au contraire une succession de contrats ? Comme le faisait si bien remarquer le professeur TEYSSIÉ, « *contrat complexe ou complexe de contrats, la frontière, en bien des cas, est imprécise* »⁵⁴¹.

S'il nous semble que l'analyse des textes permet de trancher en faveur d'un complexe composé de contrats successifs dès lors qu'ils ne coexistent jamais, cela permet de mettre en relief les difficultés de qualification de la transaction initiale (1), ainsi que son absence de caractère spéculatif (2).

⁵³⁹ *ibid.*

⁵⁴⁰ G. CHANTEPIE, M. LATINA, *La réforme du droit des obligations commentaire théorique et pratique dans l'ordre du Code civil*, 2016, n°895, p.810.

⁵⁴¹ B. TEYSSIÉ, *Les groupes de contrats*, préface de J.-M. Mousseron, Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1975, Bibliothèque de droit privé, tome 139, n°20, p. 10.

1. Les contours incertains de la transaction initiale, nécessité plus économique que juridique

399. Pour que les règles de marché puissent conserver leur cohérence, le contrat initial doit être analysé comme un contrat. Si l'on ne retient pas la qualification de contrat pour cet engagement, il n'y a rien à nover, et une partie non négligeable des règles de marché n'a plus de cohérence juridique, ce qui implique de repenser une part importante système financier, et à en proposer une nouvelle vision⁵⁴². Par nécessité, ce que les règles de marché appellent la « *transaction* » et qui fait l'objet de l'enregistrement doit donc être un véritable contrat. Cependant, plusieurs auteurs ont d'ailleurs refusé de considérer que la transaction non enregistrée constitue un véritable « *contrat synallagmatique* »⁵⁴³.

400. Un texte, aujourd'hui abrogé, constituait l'un des arguments principaux de cette critique, celui-ci précisant qu'à défaut d'enregistrement, la transaction était nulle. Or, comme l'a fait remarquer le professeur MULLER, admettre que « *l'enregistrement permet, de quelque manière que ce soit, de rendre la chambre de compensation contrepartie du contrat que constitue la transaction revient à dire que l'enregistrement s'applique à un contrat nul. De plus, lorsque l'enregistrement est présenté [...] comme produisant une novation du contrat antérieur, la qualification de contrat synallagmatique pour une transaction non enregistrée conduit à faire de la novation une obligation puisque, à défaut d'enregistrement, le contrat est nul* »⁵⁴⁴. Ce texte a aujourd'hui été modifié, les règles de la compensation précisant que « *Dès l'enregistrement, il y a novation. Du fait de cette novation, LCH.Clearnet SA devient la contrepartie de l'Adhérent Compensateur et devient titulaire des droits et obligations résultant de la Transaction enregistrée au nom de l'Adhérent Compensateur* »⁵⁴⁵. Cette tournure de

⁵⁴² Ce que certains auteurs n'ont pas hésité à faire. V. par exemple A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°37, p. 38 s. ; V. également A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26 qui considère qu'il y a là un système *Sui generis*. n°542 s., p. 331 s.

⁵⁴³ V. notamment A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°53 s., p. 54 s. ; A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26, n° 499 s., p. 257 s.p.

⁵⁴⁴ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°376, p. 304.

⁵⁴⁵ Art. 1.3.2.1 des règles de la compensation de LCH. Clearnet SA.

phrase permet d'échapper à cette critique tout en évitant de se prononcer directement sur la nature juridique de la transaction, même si pour qu'il y ait novation, il faut qu'il y ait contrat.

401. Le professeur MULLER formule également une autre critique en indiquant que « lorsque l'enregistrement est présenté, par exemple, comme produisant une novation du contrat antérieur, la qualification de contrat synallagmatique pour une transaction non enregistrée conduit à faire de la novation une obligation puisque, à défaut d'enregistrement, le contrat est nul. L'enregistrement [...] participe en réalité de la formation de l'opération de marché à terme et, plus généralement, du lien d'obligation sur les marchés dotés d'une chambre de compensation »⁵⁴⁶. Notre position diverge sur ce point du fait de notre analyse des différentes sources d'obligations qui affectent les opérations financières. En effet, il nous semble la novation est bel et bien une obligation, mais pas une obligation qui serait issue du contrat initial. Il s'agit d'une obligation qui découle des règles de marché, auquel les donneurs d'ordres acceptent de se soumettre dès le moment où ils émettent un ordre sur le marché, et donc avant même le rapprochement des ordres et donc in fine, la formation du contrat.

402. D'autre part, la critique formulée repose sur une conception formaliste du contrat, auquel il manquerait un élément dans sa formation. Une telle conception peut être remise en cause, le contrat pouvant également être considéré comme « un accord de volontés que la loi ou le juge reconnaissent comme tel »⁵⁴⁷. Cependant, nous sommes bien obligé de reconnaître qu'en l'espèce, la loi à proprement parler ne se prononce pas sur la nature de l'engagement initial entre *Primus* et *Secundus*. Lorsqu'elle désigne, via l'article D. 211-1 A du Code monétaire et financier, les contrats financiers, il s'agit des contrats entre les donneurs d'ordres (représentés par leurs intermédiaires) et la chambre de compensation. S'agissant de la qualification à donner à l'accord initial, aucun texte législatif ne donne la moindre information, ce qui est regrettable. Le seul indice vient finalement des règles de marché qui se prononcent en creux sur ce point en précisant par exemple qu'il y a novation. Or, s'il y a novation, cela suppose qu'il y a quelque chose à nover. Mais compte tenu de la valeur des règles de marché dans l'ordonnancement juridique et de leur précision, il y a nécessairement matière à discussion.

⁵⁴⁶ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n°376, p. 304-305.

⁵⁴⁷ F. COLLART DUTILLEUL, « Quelle place pour le contrat dans l'ordonnancement juridique ? », in La nouvelle crise du contrat (dir. C. Jamin et D. Mazeaud), D., Coll. Thèmes et Documentaires, 2003, p. 225.

403. Ainsi, si l'enregistrement participe assurément de la formation de l'opération de marché dès lors qu'il est à l'origine de l'interposition de l'organisme compensateur, ce n'est pas pour autant qu'il faut considérer que l'engagement qui précède cet enregistrement est nul. D'un point de vue juridique, en dépit de sa singularité, semble qu'il puisse être considéré valable. Mais en réalité, son existence n'a pas véritablement de sens dès lors que les obligations qu'il crée ne peuvent jamais être exécutées.

Avant la réforme du droit des contrats, peut-être aurait-il été possible de voir dans cet engagement une convention plutôt qu'un contrat. Comme l'indique le professeur CHÉNÉDÉ, « *tandis que la convention s'entendait de tout accord de volontés destiné à créer des effets de droit, le contrat désignait, plus spécifiquement, l'accord de volonté créateur d'obligations* »⁵⁴⁸, les effets de droit créés par la convention pouvant être la création de droits réels, la clôture d'un litige, la modification, l'extinction ou la transmission d'obligations⁵⁴⁹. Ainsi, la seule finalité de la transaction initiale étant d'être enregistrée pour donner lieu à une novation, peut-être aurait-il pu été possible de lui conférer une nature conventionnelle sans avoir besoin de recourir à une analyse nominaliste du contrat pour parvenir à lui attribuer une nature contractuelle. Cependant, même la nature conventionnelle est compliquée à retenir, car pour transmettre une obligation, encore faut-il qu'elle existe au préalable, ce qui ne pourrait résulter que de sa nature contractuelle.

404. Enfin, il est également possible d'envisager un autre système, et le professeur MULLER a d'ailleurs proposé une autre conception de l'opération de marché selon laquelle les donneurs d'ordres s'engageraient directement avec la chambre de compensation, laquelle accepterait leur ordre en cas d'existence d'un ordre contraire correspondant⁵⁵⁰.

2. L'absence de caractère spéculatif du contrat initial

405. Le rapprochement de deux ordres de sens contraire donne donc lieu à la formation d'un contrat qui va unir *Primus* et *Secundus*. Si dans la réalité ce moment ne dure qu'un trait de temps, il est loisible de s'attarder ici sur ce qui va se passer durant cet instant précis. *Primus* va être engagé envers *Secundus*, et réciproquement. Ils vont chacun avoir envers l'autre des

⁵⁴⁸ F. CHÉNEDÉ, *Le nouveau droit des obligations et des contrats, Consolidations - innovations - perspectives*, Paris, Dalloz, À savoir, 2016, n°21.11, p. 16.

⁵⁴⁹ *ibid.*

⁵⁵⁰ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, p. 318 s.

obligations, lesquelles vont être suspendues par le terme prévu par le document contractuel qui sert de moule à leurs volontés. Il y a là un véritable contrat de vente, avec des obligations qui ne laissent place à aucun aléa, celles-ci étant fixées définitivement. Les caractéristiques de la chose qui fait l'objet de la vente sont précisées par le document contractuel précité. Le prix de la vente est quant à lui déterminé par référence au prix du marché au moment du rapprochement des ordres. En lui-même, ce contrat n'a donc rien de spéculatif, et c'est même tout le contraire. Pris isolément, ce contrat, par la nature des obligations qu'il crée, est à l'opposé de la spéculation. C'est un contrat de couverture, car quelles que soient les évolutions futures du prix du marché, les cocontractants seront assurés pour l'un de payer un prix fixe, et pour l'autre de recevoir une marchandise déterminée. Ainsi, si *Primus*, *Secundus* ou bien tous deux choisissent de rester engagés jusqu'à la survenance du terme, celui d'entre eux qui aura eu le rôle d'acheteur recevra la marchandise spécifiée, tandis que le vendeur recevra le prix convenu. Certes, ils n'exécuteront probablement pas leurs exécutions l'un envers l'autre, et ils auront eu jusqu'à la survenance du terme à exécuter d'autres obligations envers le marché. Mais l'étendue des obligations du contrat initial demeure identique, et c'est donc l'ensemble dans lequel est inséré ce contrat qui peut avoir un caractère spéculatif, tandis que seul, ce contrat ne peut pas avoir cette coloration.

B. Existence d'un second contrat intégrant de nouvelles obligations conférant à l'opération son caractère spéculatif

406. Dépourvu de caractère spéculatif, le contrat initial est donc, pris de façon autonome, un simple contrat de vente assorti d'un terme suspensif. Cependant, le fait qu'il soit conclu sur un marché réglementé implique qu'il s'insère dans un processus qui le dépasse, et qui va entraîner sa disparition immédiate au profit d'un second contrat. Celui-ci, tout en héritant des obligations de ce premier contrat, va également mettre à la charge des parties initiales des obligations qui résultent des règles de marché (1). Celles-ci vont alors intégrer le champ contractuel et aboutir à une modification de sa fonction (2).

1. Un contrat cumulant des obligations de deux sources différentes

407. Si l'on admet la thèse de l'interposition de la chambre de compensation comme partie au contrat (V. supra n°310 s.), le fait qu'une novation subjective s'opère ne fait aucun doute puisque cet organisme prend la place de chacun des opérateurs vis-à-vis de l'autre. La novation

qui intervient dès l'enregistrement de la transaction dissout donc le lien entre *Primus* et *Secundus*, avant de créer deux nouveaux liens entre chacun d'entre eux et la chambre de compensation⁵⁵¹. Cependant, outre le changement de débiteur et de créancier, il y a également à cette occasion une modification des obligations du contrat qui vont contribuer à conférer un caractère spéculatif à l'opération que le contrat initial excluait par nature. Suite à la novation, les opérateurs sont en effet soumis à une obligation quotidienne de règlement des marges (V. supra 215) qui sert de support à la faculté de désengagement dont ils sont bénéficiaires (V. supra 338). Or, cette obligation ne figure pas dans les obligations du contrat initial. C'est la réglementation du marché qui l'impose de façon systématique pour chaque contrat financier conclu.

408. La novation emporte donc création d'une obligation nouvelle, mais le doute subsiste quant au sort des obligations initiales : sont-elles éteintes ou transférées ? La question n'est pas sans incidence, car elle peut influencer la nature et la qualification que l'on pourrait vouloir conférer à ce contrat, indépendamment du choix du législateur de considérer le contrat comme financier.

La première possibilité consiste à considérer que l'interposition de la chambre de compensation fait disparaître les obligations du contrat initial. Dans ce cas, l'on retiendra que la novation a lieu par changement de sujet pour remplacer *Primus* par *Secundus*, et par changement d'objet pour remplacer l'obligation de paiement du prix et de livraison du bien par l'obligation de règlement des marges. Ce choix dépend de la qualité que l'on entend conférer à l'intervention de la Chambre de compensation ; Si elle exécute les obligations du contrat à terme à titre principal, alors il peut y avoir novation par changement d'objet, même si elle n'est pas indispensable. En revanche, si l'organisme compensateur n'intervient qu'à titre de garantie, alors la novation par changement d'objet est indispensable, puisque le second contrat aura pour seule et unique obligation le paiement et le règlement de marges. Mais dans cette hypothèse, cela voudra dire que la survenance du terme entraînera nécessairement la formation d'un troisième contrat, quel que soit le mode de livraison choisi par les parties. Dans ce cas, il serait possible de suivre l'opinion du professeur RIASSETTO et considérer que la novation qui s'opère

⁵⁵¹ Contra. V. A-C Rouaud qui estime que la novation ne peut pas avoir d'effet créateur : A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26 ; A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16, n° 384, p. 308 ; D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, préface de P. Le Cannu, Paris, LGDJ, 2003, Bibliothèque de droit privé, tome 400, n°347 s., p. 189 s.

en sens inverse lorsque le contrat est mené jusqu'à son terme réintroduit des obligations identiques à celle du contrat initial, ce qui serait rendu possible par la standardisation des contrats. Les cocontractants initiaux resteraient donc tenus de leurs obligations initiales, mais n'auraient pas à les exécuter du fait de l'absence d'exigibilité.

409. La seconde possibilité correspond mieux à l'état actuel des règles de marché, et consiste à considérer qu'il n'y a pas suppression, mais transfert des obligations initiales qui demeurent intactes, mais suspendues par le terme dont elles sont affectées, et simplement adjonction d'obligations nouvelles à l'égard de la chambre de compensation en tant que garante du bon fonctionnement du marché.

410. Ce contrat cumule donc deux sortes d'obligations : celles qui sont prévues dans le contrat et qui sont assimilables à un contrat de vente, et celles qui découlent de l'environnement particulier du contrat et qui n'en affectent que les modalités d'exécution. Cette deuxième catégorie d'obligations est donc distincte de la première, et intervient précisément pendant la période qui s'écoule entre l'enregistrement de la transaction et la survenance du terme qui affecte les obligations des parties. Néanmoins, malgré leur importance économique, ces obligations qui ont véritablement un caractère successif ne nous semblent pas constituer les obligations essentielles du contrat qui resteraient le paiement du prix et la livraison du bien. Leur étendue dépend seulement du cours des marchandises sur le marché, lequel détermine le prix auquel un opérateur pourrait conclure un nouveau contrat lui permettant de dénouer sa position s'il le souhaitait (V. supra 340). Il s'agit d'obligations visant à assurer la sécurité du marché en vérifiant la solvabilité des opérateurs, mais il ne s'agit pas des obligations du contrat initial.

411. L'exécution des obligations de paiement et de livraison par la Chambre de compensation à titre principal semble confirmer que la transaction qui est enregistrée par la Chambre de compensation, que nous appelons le « *contrat initial* » correspond bien à un contrat, et que les obligations qui unissaient *Primus* à *Secundus* ont bel et bien été transférées à la chambre. Cela implique que même avant la survenance du terme, les obligations du contrat initial sont toujours présentes. Lorsque l'opération financière porte sur une marchandise livrable, le second contrat ne consiste donc pas seulement en un pari, puisqu'il ne consiste pas uniquement en un règlement de sommes d'argent dont le montant varie en fonction de l'évolution du prix du sous-jacent. Ce contrat aura aussi pour objet, en cas de survenance du terme, de permettre le paiement et la livraison de marchandises, ce qui n'est pas le cas pour les contrats « *purement financiers* » qui

ont pour sous-jacent un bien qui ne peut pas, par nature, faire l'objet d'une livraison physique. En revanche, ce que l'on ne peut nier, c'est qu'il fonctionne comme un pari sans être un grâce à la combinaison du terme et de la faculté de résolution unilatérale du contrat, puisque les obligations qui évitent cette qualification de pari ne peuvent pas être exécutées.

2. La transformation de la fonction du contrat par les obligations issues des règles de marché

412. Les contrats financiers prennent place dans une opération de marché qui les dépasse. Ils sont l'une des manifestations d'une logique consistant à penser le Droit selon les effets qu'il peut produire plutôt que selon les valeurs qu'il peut porter. Pour bien fonctionner, le marché exprime un besoin, et le droit va être utilisé et interprété de façon à le satisfaire. Que la qualification d'un contrat soit rendue complexe par l'existence en son sein de différentes obligations dont l'importance est difficile à cerner est un problème assez courant. La distinction entre le contrat de vente et le contrat d'entreprise en est une manifestation. Pour autant, la qualification dépend toujours des obligations déterminées par les parties.

413. S'agissant des contrats financiers, dès l'origine, les obligations ne sont pas déterminées par les parties, mais par un tiers, l'entreprise de marché. Les règles du marché intègrent dans le champ contractuel des dispositions qui ont pour seul et unique but d'en garantir le bon fonctionnement. Le marché a donc un intérêt propre qui dépasse la somme des intérêts des participants, et sa sauvegarde passe par leur contrainte, laquelle se manifeste par l'intégration de dispositions spéciales visant à s'assurer de leur solvabilité. Il est vrai en échange de l'octroi d'une faculté non négligeable de désengagement, mais qui là encore sert finalement le marché en favorisant sa liquidité.

414. Or, c'est précisément le fait que ces obligations soient celles qui vont produire le plus d'effets dans l'ensemble de l'opération financière qui rend si particulier le fonctionnement des contrats financiers. Ce sont des obligations extérieures à la volonté des parties, dont elles sont débitrices uniquement parce qu'elles se sont engagées au sein du marché, qui vont le plus souvent produire le plus d'effets, et conférer à l'opération sa coloration spéculative. Bien souvent, les obligations « *purement contractuelles* » ne seront pas exécutées. Celles du marché le seront toujours. Le contrat sera donc le plus souvent conclu avec l'objectif de ne pas l'exécuter tout en faisant produire des effets aux obligations de marché.

415. Sans les règles de marché, les contrats à terme ne constitueraient pas des contrats spéculatifs. En effet, les contrats financiers sur matières premières cumulent deux logiques complètement opposées. Pour reprendre les mots du professeur LAGARDE, « *la spécificité de la finance se trouve entre pari et assurance ; ni l'un, ni l'autre, mais, quelque part, les deux à la fois. C'est qu'en effet, la notion d'instrument financier tient son unité de sa nature paradoxale : elle fusionne les logiques qui animent ces deux techniques d'inspiration contraire en offrant aux investisseurs qui font le choix de prendre des risques, la possibilité de les maîtriser* »⁵⁵². Cette citation nous semble trouver un écho particulier de l'analyse d'une opération financière portant sur des marchandises. Le contrat à terme initial tel qu'il a été créé correspondait parfaitement à cette finalité assurantielle, à cette volonté de se protéger contre l'aléa constitué par la variation des prix. Ce seul contrat ne peut pas, à lui seul, être spéculatif (V. supra n°38). Le contrat financier, en revanche, pourrait avoir une nature plus ambivalente si l'on considère que les mécanismes de marché sont intégrés dans sa structure, dans son « champ contractuel »⁵⁵³, même s'il semble préférable de distinguer les obligations du marché et celles du contrat.

416. Lorsque l'opération porte sur un sous-jacent qui ne peut pas faire l'objet d'une livraison, il s'agit d'un véritable pari financier (V. supra n°368). En revanche, lorsque la livraison est possible, sa fonction financière ou commerciale va dépendre du choix opéré par le donneur d'ordre. S'il reste engagé, l'opération tout entière aura une connotation commerciale, et pourra être analysée comme une opération de couverture proche d'une logique assurantielle. Ainsi, entre la formation du contrat et la survenance du terme, il y a toute une période pendant laquelle la valeur de la position va varier, et c'est l'existence d'une possibilité de livraison qui, telle une ancre, empêche la nature du contrat de dériver vers le pari, quand bien même telle serait la nature de l'opération dans laquelle il est intégré.

⁵⁵² X. LAGARDE, « *Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme ?* », *JCP G* 2005, n°44, p. 2049.

⁵⁵³ P. ANCEL, « *Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat* », *RTD civ.* 1999, n°4, p. 771 ; S. LEQUETTE, « *Le champ contractuel - Réflexions à partir de la rentabilité économique* », *RDC* 2016, p. 135.

C. Les contrats mettant fin à l'opération de marché

417. L'opération de marché comporte donc au moins deux contrats dont l'existence est avérée, parce qu'ils participent de la réalisation de l'opération de marché. L'existence d'un troisième contrat dépend en revanche des choix opérés par les opérateurs.

La première hypothèse, c'est que ce troisième contrat serve à clôturer la position de l'opérateur avant l'échéance. Il s'agit alors d'un contrat symétriquement inverse au contrat initial, qui va simplement servir à déclencher le processus de compensation et permettre au donneur d'ordre de se désengager. Ainsi, si le deuxième contrat fonctionne comme un pari, c'est ce troisième contrat qui va cristalliser les gains et les pertes du donneur d'ordre en fixant définitivement l'étendue des obligations qui vont être compensées.

La seconde hypothèse correspond à la situation dans laquelle un opérateur conserve sa position ouverte jusqu'à la survenance du terme. Dans ce cas, puisque la chambre de compensation est la débitrice principale des obligations, il n'y a pas besoin d'un troisième contrat. La novation du premier contrat ayant entraîné le transfert des obligations du contrat initial sur la tête de la Chambre de compensation, c'est également elle qui sera débitrice ou créancière des obligations de livraison de la marchandise et de paiement du prix.

L'ultime hypothèse intervient lorsque les opérateurs choisissent de ne pas avoir recours à la procédure de livraison principale, et de procéder à celle-ci entre eux. Il y a donc un véritable contrat qui va permettre à deux intermédiaires de trouver un accord en dehors des règles du marché pour procéder à la livraison et au paiement des marchandises. Cette fois, les donneurs d'ordres sont véritablement engagés l'un envers l'autre. Ils ne pourront pas, en cas d'inexécution ou de mauvaise obligation, se tourner vers la Chambre qui ne sera donc pas non plus un garant. La chambre de compensation est en effet totalement exclue de la transaction, même si les règles de la compensation demeurent silencieuses quant au mécanisme juridique qui sous-tend ce « *désengagement de la Chambre* ».

§2. Les difficultés d'application des règles du droit des contrats aux marchés financiers de matières premières agricoles

418. Puisque les opérations financières prennent leur source dans des mécanismes contractuels (A), le droit des contrats a par principe vocation à s'y appliquer. Cependant,

l'environnement des marchés financiers et les modifications profondes qu'ils ont fait subir aux contrats rendent inapplicables plusieurs mécanismes qui auraient pu trouver à s'appliquer si le contrat n'avait pas été inséré dans une opération financière (B).

A. Les caractéristiques de l'opération financière à l'origine d'un risque de perturbation des marchés physiques par les marchés financiers

419. Sans donner de définition exacte de la notion de « contrat financier », l'article D. 211-1 A du Code monétaire et financier a créé un groupe hétéroclite où se mêlent finalement des contrats qui, s'ils étaient analysés au regard de l'article 1108 du Code civil, seraient opposés. Entré en vigueur suite à l'ordonnance de 2016, il précise que « *le contrat est commutatif lorsque chacune des parties s'engage à procurer à l'autre un avantage qui est regardé comme l'équivalent de celui qu'elle reçoit. Il est aléatoire lorsque les parties acceptent de faire dépendre les effets du contrat quant aux avantages et aux pertes qui en résulteront, d'un évènement incertain* ». La nature du sous-jacent des contrats financiers, si elle ne peut pas constituer à elle seule un élément de qualification du contrat, peut en revanche faire pencher la balance en cas d'hésitation.

420. Or, les contrats financiers, en dépit de leur grande variété, tombent nécessairement tous dans l'une des catégories de l'article 1108 selon une règle binaire très simple : s'il y a livraison du sous-jacent, le contrat est commutatif. Si cette livraison ne peut être envisagée et que le contrat s'exécute par le versement d'une différence, il est aléatoire.

La faute de cette confusion découle du choix des mots du législateur lorsqu'il évoque, au sein de l'article D. 211-1 A du Code monétaire et financier, les contrats « relatifs à » laisse entendre que la chose auquel le contrat est relatif n'est pas au cœur de la prestation, qu'elle n'en est qu'une référence. Si assurément, cela correspond à la réalité des sous-jacents insusceptibles de livraison, cela ne saurait correspondre aux contrats relatifs aux matières premières agricoles, pour lesquels l'obligation du contrat, au sens de l'article 1163 du Code civil a pour objet la prestation consistant à transférer la propriété de la marchandise d'un individu à un autre.

421. L'absence de reconnaissance de la frontière qui sépare les contrats financiers assimilables à des paris par leur nature et les contrats financiers qui sont assimilés à des paris du fait de l'opération dans laquelle ils sont intégrés est au cœur de la question de savoir si oui ou non, les denrées alimentaires sont véritablement adaptées aux marchés financiers. Et d'un

point de vue contractuel, la réponse est négative, car ils ne correspondent pas à la qualification des autres contrats financiers. Juridiquement, les contrats financiers relatifs à des biens non livrables non absolument aucune chance d'avoir une influence sur le prix de marché du bien sous-jacent, car ils ne sont que des paris dont les gains et les pertes sont indexés sur le marché du sous-jacent. Il y a une frontière totalement imperméable entre les deux qui se manifeste à l'échelle du contrat. Mais cette frontière n'existe pas pour les contrats relatifs à des matières premières agricoles, parce que le contrat peut se placer à la fois dans la sphère commerciale et dans la sphère physique. Son intégration dans une opération conduit à superposer aux obligations qu'il met à la charge des parties une série d'obligations issues des règles de marché. Cette combinaison de règles permet à ces contrats d'être assimilés économiquement aux autres contrats financiers, mais ce maquillage a un coût : il ouvre la porte à une influence du marché financier sur le marché physique.

Pour que cette influence n'existe pas, il suffirait d'un point de vue juridique de créer de véritables marchés financiers de matières premières agricoles, où l'exécution du contrat par livraison de la marchandise est véritablement impossible. Dans ce cas, il n'y aurait plus de perturbations possibles, même si la viabilité économique d'un tel projet est probablement très incertaine.

B. Les difficultés du droit des contrats à saisir les contrats financiers

422. Les « contrats financiers » appartenant à la catégorie des contrats, le droit des contrats s'y applique par principe. Cependant, tandis que les dispositions qui permettent d'offrir aux marchés financiers des instruments juridiques servant de support à l'activité spéculative, les dispositions qui pourraient permettre de l'encadrer et qui seraient applicables sont explicitement exclues (1). Tandis qu'un grand nombre de dispositions qui pourraient présenter un intérêt pratique se retrouvent mises en échec par la logique multilatérale du marché, qui s'oppose à la logique bilatérale sur laquelle les normes civiles ont été conçues (2).

1. Les dispositions explicitement exclues

423. Le droit des marchés financiers exclut ainsi explicitement l'application de deux articles du Code civil qui auraient pu pourtant trouver à s'appliquer aux contrats financiers. L'article 1965 relatif à l'exception de jeu d'une part (a), et le nouvel article 1195 relatif à la révision du contrat pour imprévision d'autre part (b).

a. L'inapplicabilité de l'article 1965 aux marchés financiers

424. L'histoire des marchés financiers en France peut se résumer en une phrase du professeur GAUTIER : « *Tout commence par la morale et finit par le pragmatisme* »⁵⁵⁴. Initialement, les opérations spéculatives étaient interdites en France. Ainsi, un arrêt du 24 septembre 1724 du Conseil du Roi, tout en ouvrant la Bourse de Paris interdisait les marchés à terme ou à découvert⁵⁵⁵. Suite à deux nouveaux arrêts 5 août 1785 et du 23 septembre 1786, la prohibition a été une première fois limitée aux ventes à terme faites à découvert⁵⁵⁶. La spéculation a été ainsi longtemps prohibée dans le domaine des marchés, jusqu'à l'adoption de la loi du 28 mars 1885 qui les légalise et qui déclare que l'exception de jeu de l'article 1965 du Code civil ne leur est pas applicable. Comme le font remarquer les professeurs MALAURIE, AYNÈS et GAUTIER, « *les scrupules du Code devant le jeu reculent dans le droit contemporain* »⁵⁵⁷. Tandis que l'article 1965 du Code civil indique que « *La loi n'accorde aucune action pour une dette du jeu ou pour le paiement d'un pari* », même si au nom d'une certaine utilité sociale et sous réserve de modération, certaines pratiques donnant lieu à des gains aléatoires sont autorisées⁵⁵⁸. Cette fameuse « utilité sociale » est ainsi celle qui a poussé le législateur à reconnaître la légalité des marchés à terme, y compris de ceux qui ne donnaient lieu à aucun transfert de propriété. Mais en réalité, le simple fait de préciser que l'article 1965 du Code civil n'est pas applicable revient à admettre en creux qu'il s'agit de paris.

⁵⁵⁴ P.-Y. GAUTIER, « Passions et raison du droit en matière de jeux d'argent », *Pouvoirs* 2011, n°139, p.91. <https://www.cairn.info/revue-pouvoirs-2011-4-page-91.htm>.

⁵⁵⁵ Sur ces aspects historiques, V. LEHMAN P.J., *Histoire de la Bourse de Paris*, Que sais-je, 1997.

⁵⁵⁶ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°741, p.468.

⁵⁵⁷ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, n°984, p. 620.

⁵⁵⁸ Art. 1966 C. civ. : « *Les jeux propres à exercer au fait des armes, les courses à pied ou à cheval, les courses de chariot, le jeu de paume et autres jeux de même nature qui tiennent à l'adresse et à l'exercice du corps, sont exceptés de la disposition précédente. Néanmoins, le tribunal peut rejeter la demande quand la somme lui paraît excessive.* »

b. L'exclusion des instruments financiers du champ d'application de l'article 1195 du Code civil

425. Introduit par l'ordonnance n°2016-131 du 10 février 2016⁵⁵⁹, l'article 1195 du Code civil constitue l'une des plus grandes innovations de la réforme du droit des contrats⁵⁶⁰. Celui-ci précise que « *Si un changement de circonstances imprévisible lors de la conclusion du contrat rend l'exécution excessivement onéreuse pour une partie qui n'avait pas accepté d'en assumer le risque, celle-ci peut demander une renégociation du contrat à son cocontractant. Elle continue à exécuter ses obligations durant la renégociation. En cas de refus ou d'échec de la renégociation, les parties peuvent convenir de la résolution du contrat, à la date et aux conditions qu'elles déterminent, ou demander d'un commun accord au juge de procéder à son adaptation. À défaut d'accord dans un délai raisonnable, le juge peut, à la demande d'une partie, réviser le contrat ou y mettre fin, à la date et aux conditions qu'il fixe* ». Il est permis de s'interroger sur son applicabilité aux contrats financiers sur matières premières agricoles. La réponse est donnée par l'article L.211-40-1 du Code monétaire et financier, qui indique que « *L'article 1195 du Code civil n'est pas applicable aux obligations qui résultent d'opérations sur les titres et les contrats financiers mentionnés aux I à III de l'article L. 211-1 du présent code* ». La question de la justification de cette exclusion peut se poser. L'article 1195 du Code civil mentionne en effet que le changement de circonstances doit être imprévisible lors de la conclusion du contrat. Comme les mentionnent les professeurs ANDREU et THOMASSIN, « *l'exigence est logique, dès lors que si le changement de circonstances était prévisible lors de la conclusion du contrat, le silence des parties pourrait signifier qu'elles ont entendu s'obliger à continuer l'exécution du contrat dans les conditions initiales si l'évènement se produisait [...]* »⁵⁶¹. Or, *a priori*, la conclusion de certains contrats financiers implique nécessairement un aléa. En effet, tous ceux qui se règlent par le versement d'une somme d'argent à l'échéance, donc tous ceux qui ont un sous-jacent qui ne peut pas faire l'objet d'une livraison, sont par nature des contrats aléatoires. Dès lors, le caractère imprévisible du changement de circonstances semble difficile à invoquer. Cela dépend toutefois de ce sur quoi porte

⁵⁵⁹ Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations .

⁵⁶⁰ Auparavant, la jurisprudence refusait fermement de laisser les juges du fonds rééquilibrer des contrats qui seraient devenus trop désavantageux pour l'une des parties à la suite d'évènements imprévus. V. Cass. Civ., 6 mars 1876, Canal de Craponne, D. 1876, 1, 193 ; H. CAPITANT, F. TERRÉ, Y. LEQUETTE, F. CHÉNÉDÉ, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile Tome 2 Obligations, contrats spéciaux, sûretés, Grands arrêts*, Paris, Dalloz, 13^e éd., 2015, n°165, p. 172.

⁵⁶¹ L. ANDREU, N. THOMASSIN, *Cours de droit des obligations*, Amphi LMD, 2^e éd., 2017.

l'imprévision. Sur la variation des prix en elle-même indépendamment des circonstances ? Sur leur ampleur particulièrement élevée ? Ou encore sur leur origine ?

Dans les deux premières hypothèses, il ne semble pas que le texte trouve à s'appliquer, il n'est pas raisonnable de penser que pour des contrats par nature aléatoire, le juge puisse considérer que le changement de circonstances était imprévisible. Dans la dernière hypothèse, peut-être aurait-il également été possible de reconnaître l'imprévision. Un auteur indique en effet que la formulation volontairement large de l'article permet d'englober « *tout type d'évènements* »⁵⁶², ce qui peut impliquer « *des circonstances financières et économiques et encore des circonstances juridiques, technologiques, environnementales ou naturelles* »⁵⁶³. Dans ce cas, les conséquences pour le fonctionnement du marché dans l'hypothèse d'une acceptation par le juge de reconnaître l'imprévision auraient probablement été compliquées à gérer. D'où la solution de sécurité consistant en une exclusion préventive des instruments financiers du champ d'application de l'article 1195 du Code civil.

426. Cependant, s'agissant des contrats financiers sur matières premières agricoles, il est possible de trouver une hypothèse dans laquelle l'imprévision aurait pu être intéressante à invoquer. Supposons qu'un industriel transformateur de matières premières décide d'acheter du blé sur le marché Euronext. Il s'engage en tant qu'acheteur, constitue son dépôt de garantie initial, voit sa transaction être enregistrée par la chambre de compensation, et commence à régler ses appels de marge. Pour lui, le contrat n'a rien d'aléatoire, puisqu'il compte rester engagé jusqu'à la survenance du terme. Cependant, un groupe d'experts publie un communiqué selon lequel une bonne partie de la production mondiale serait contaminée par des pesticides qui causeraient de graves maladies, et les prix s'effondrent. Par conséquent, s'il souhaitait se désengager, il serait obligé prendre une position en tant que vendeur à un prix moindre. Même si cela ne le concerne pas parce qu'il souhaite rester engagé jusqu'à la survenance du terme, il va tout de même devoir régler des appels de marge très élevés. Supposons maintenant qu'il ne puisse pas répondre à ces appels de marge. Sa position sera alors liquidée d'office par son adhérent compensateur (V. supra n°217 s.). Aurait-il pu arguer d'une imprévision pour se protéger ? Supposons que toutes les autres conditions nécessaires à l'application de l'article 1195 sont remplies, à savoir qu'il y a « *échec des négociations, absence d'accord des parties*

⁵⁶² G. CHANTEPIE, M. LATINA, *Le nouveau droit des obligations Commentaire théorique et pratique dans l'ordre du Code civil*, 2^e éd., 2018, n°524, p. 473.

⁵⁶³ C.-E. BUCHER, « Le traitement des situations d'imprévision dans l'ordonnance : il manque la notice », CCC 2016, n°5, dossier 6, n°6.

*sur une résolution amiable et refus de ces dernières de donner mandat au juge d'un commun accord, d'adapter le contrat »*⁵⁶⁴. Est-ce que la modification subite de l'étendue des obligations issues des règles de marché et qui s'appliquent de façon systématique à tous les contrats conclus en leur sein pourrait être acceptée par le juge ? Plusieurs solutions nous semblent envisageables. Il peut d'abord considérer que même si du point de vue du demandeur, il y a imprévision dès lors qu'il entendait rester engagé jusqu'à la survenance du terme, il ne pouvait ignorer que les obligations qui lui seraient imposées par le marché seraient quant à elles susceptibles d'évoluer, et donc refuser l'application de l'article 1995. Il peut également choisir de considérer que les obligations issues des règles de marché intègrent le champ contractuel, alors il aurait pu répondre par l'affirmative. Enfin, il peut considérer que l'obligation de couverture périodique est issue d'une réglementation de droit privé, et qu'elle demeure extérieure au contrat. Il devrait alors refuser l'application de cet article.

2. La logique multilatérale du marché, source de difficulté d'application des dispositions du droit des contrats

427. Tout en reconnaissant que « *l'anonymat et l'indifférence de la personne du cocontractant ne sont pas, en eux-mêmes, des obstacles à la qualification contractuelle* », plusieurs auteurs soulignent que « *la logique collective liée à la confrontation générale des ordres, l'absence de relations interpersonnelles entre les intervenants et l'absence d'échange des consentements font que l'on est loin de la figure contractuelle telle qu'on l'entend habituellement* »⁵⁶⁵. Or, cette différence de logique est à l'origine de l'inapplicabilité pratique de nombreuses dispositions du droit des contrats.

428. L'ordonnance de 2016 emportant réforme du droit des obligations a introduit une obligation générale d'information⁵⁶⁶. L'article 1112-1 du Code civil précise ainsi que « *Celle des parties qui connaît une information dont l'importance est déterminante pour le consentement de l'autre doit l'en informer dès lors que, légitimement, cette dernière ignore cette*

⁵⁶⁴ G. CHANTEPIE, M. LATINA, *Le nouveau droit des obligations Commentaire théorique et pratique dans l'ordre du Code civil*, 2^e éd., 2018, n°522, p. 470.

⁵⁶⁵ T. BONNEAU, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, A. TEHRANI, R. VABRES, *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017, n°1162, p. 741.

⁵⁶⁶ P. PUIG, « *La phase précontractuelle* », 2016, n°258, , p. 52. ; S. LEMARCHAND, « *Le devoir général d'information : un impact majeur dans la formation des contrats informatiques* », *Dalloz IP/IT* 2016, n°5, , p. 233 ; M. FABRE-MAGNAN, « *Le devoir d'information dans les contrats : essai de tableau général après la réforme* », *JCP G* 2016, n°25, , p.1218 ; C. GRIMALDI, « *Quand une obligation d'information en cache une autre : inquiétudes à l'horizon..* », *D.* 2016, n°18, p. 1009.

information ou fait confiance à son cocontractant ». A priori, ce texte doit également pouvoir s'appliquer aux contrats financiers. Plusieurs types de personnes ne pourraient-elles pas disposer d'informations dont elles pourraient faire profiter leur cocontractant, à commencer par des agriculteurs particulièrement au fait des récoltes avenir.

Sur le principe, l'article pourrait ainsi trouver à s'appliquer. Dans la pratique, c'est absolument impossible. Tout d'abord parce que le processus même de formation de l'opération de marché implique que nul ne sait pas à l'avance si son ordre va rencontrer un ordre de sens contraire. Et même si un rapprochement des ordres à lieu, l'anonymat qui gouverne les marchés financiers prive le texte d'effectivité. En effet, comment informer celui dont on ignore l'identité, et par extension le degré de connaissance ? D'autre part, même à supposer que *Primus* soit engagé avec *Secundus*, leur engagement est immédiatement nové, et la chambre de compensation d'interpose entre eux, il n'y aurait donc aucun laps de temps où il serait possible de faire valoir un défaut d'information, ce d'autant plus que *Primus* et *Secundus* ne connaissent pas leurs identités. De surcroît, l'alinéa 2 de l'article 1112-1 précise que « *ce devoir d'information ne porte pas sur l'estimation de la valeur de la prestation* ». Or, les opérations financières donnent pratiquement toujours lieu à des règlement différentiels, et la variation des prix constitue le cœur de l'engagement des parties. Il n'y a pour ainsi dire que la valeur qui compte, et elle est précisément exclue du champ d'application de l'article 1112 du Code civil.

429. De la même manière, la chambre de compensation est parfaitement équipée pour ne pas craindre qu'on lui applique l'article 1221 relatif à l'exécution forcée en nature, et qui prévoit que « *le créancier d'une obligation peut, après mise en demeure, en poursuivre l'exécution en nature sauf si cette exécution est impossible ou s'il existe une disproportion manifeste entre son coût pour le débiteur « de bonne foi » et son intérêt pour le créancier* ». Même en tant que partie au contrat, la chambre de compensation est protégée. Pouvoir invoquer cet article à son encontre supposerait préalablement la défaillance des intermédiaires qu'elle charge de procéder à l'exécution des obligations de livraison à sa place. Supposons qu'un intermédiaire soit défaillant et manque à son obligation de délivrer une marchandise. La chambre de compensation va alors d'abord intervenir en tant que garante de la bonne exécution des obligations de son intermédiaire défaillant, avant d'intervenir en tant que contrepartie. En tant que garante, les règles de la compensation indiquant qu'elle bénéficie d'une obligation alternative, et qu'elle procédera toujours au versement d'une somme d'argent, quand bien même l'obligation inexécutée par l'intermédiaire serait de délivrer une marchandise (V. supra n°382 s.). L'exécution forcée en nature pourrait trouver à s'appliquer, mais uniquement dans l'hypothèse

où *Primus* et *Secundus* opteraient pour la procédure de livraison alternative, qui les replacerait dans une situation extérieure aux mécanismes de marché (V. supra n°389).

430. Il ne semble également pas possible d'appliquer les dispositions relatives au contrat d'adhésion aux contrats financiers. Même si les donneurs d'ordres n'ont effectivement pas leur mot à dire dans la détermination du contrat, ce n'est pas leur concocant qui en édicte les modalités, mais un tiers au contrat. Même en tenant compte du fait que suite à la novation, la chambre de compensation devienne partie au contrat, ce n'est pas elle qui détermine leur contenu, mais l'entreprise de marché (V. supra n°226).

* * *

*

CONCLUSION DU CHAPITRE II.

Il faut attendre l'ultime moment pour le constater, les contrats financiers relatifs aux matières premières agricoles ont bel et bien une véritable spécificité par rapport aux contrats financiers qui portent sur des éléments « financiers ». Jusqu'alors identiques, leurs fonctionnements divergent énormément lors de la survenance de l'échéance de l'opération financière. Tandis que les contrats relatifs aux denrées alimentaires peuvent finalement déployer des effets commerciaux envers ceux qui se sont engagés, les autres ne donnent lieu qu'au règlement d'une somme d'argent. Il y a alors un contrat qui bascule dans la sphère commerciale, tandis que l'autre demeure dans la sphère financière.

CONCLUSION DU TITRE II.

La phase d'exécution de l'opération de marché contribue à accentuer encore un peu plus le particularisme des opérations de marché. Elle met au jour un système organisé par les règles de marché pour utiliser la valeur d'un contrat sans lui faire produire d'effets. Au vu de la pratique, force est de constater que l'objectif est atteint, dès lors que pratiquement toutes les opérations donnent lieu à des dénouements anticipés de positions, empêchant dans le même temps que les obligations du contrat soient exécutées. Pour autant, l'unité de la notion de contrat financier que certains auteurs ont pu défendre ne semble pas satisfaisante dès lors que l'on analyse l'opération financière dans son ensemble, et qui semble refléter une réalité pratique et économique, mais pas nécessairement juridique. Les contrats financiers relatifs à des matières premières agricoles

ne peuvent pas être assimilés aux autres contrats financiers parce que leurs obligations essentielles ne sont pas identiques. La seule obligation que les contrats « purement financiers » mettent à la charge des parties, c'est de verser une somme d'argent correspondant à un écart de valeur entre deux positions contractuelles. Les contrats relatifs aux marchandises prévoient en revanche une obligation de délivrance de la marchandise. Les premiers contrats sont donc des paris, tandis que les seconds sont des contrats commutatifs dépourvus de tout aléa.

CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE

Après une première phase où les contrats ont « fait » les marchés, a succédé la phase où les marchés ont « fait les contrats ». Afin de mettre au diapason des contrats disparates, et de leur conférer à tous les mêmes effets, les marchés financiers ont adopté des dispositions qui modifient en profondeur les contrats qui servaient initialement aux agriculteurs à se protéger. Des contrats jusqu'alors conçus précisément pour contrôler un aléa ont été insérés dans une opération qui a pour vocation de permettre leur exploitation. Certes, il sera toujours possible d'arguer que la finalité de protection n'a pas disparu, et qu'il est toujours possible de conclure ces contrats dans un tel but. Mais dans la pratique, force est de constater que ce n'est pas ainsi que les choses se passent, et que ces structures constituent un lieu de rassemblement au sein duquel « *des personnes vendent ce qu'elles ne possèdent pas à d'autres personnes qui n'en veulent pas vraiment* »⁵⁶⁷.

Pour autant, ces réalités économiques ne suffisent pas à masquer une réalité juridique : il n'est pas possible de donner une définition unitaire des contrats financiers, et pour y remédier, le législateur a transformé des critères qui auraient dû servir à leur classification en un critère de qualification. Mais il est tout à fait possible de conférer une unité à cette notion ; il suffit simplement de retirer les contrats qui peuvent donner lieu à une livraison physique. En revanche, elle risque fort d'être très proche de celle du pari.

⁵⁶⁷ M. ROTHSTEIN, « *Frank Norris and Popular Perceptions of the Market* », *Agricultural History*, 1982, vol. 56, n° 1, p. 58. Trad. par nos soins : « *But it does take effort to understand a modernity that manifests itself in transactions in which, according to cynics, men who don't own something are selling that something to men who don't really want it* ».

CONCLUSION GÉNÉRALE

Ce travail ayant démarré sous l'égide du programme Lascaux, il est tout naturel qu'il s'achève en ayant à l'esprit ses préoccupations.

Les contrats relatifs aux matières premières agricoles étaient présents aux premières heures du développement des marchés de matières premières agricoles. Des marchés au comptant, puis des marchés à terme, et enfin des marchés financiers. S'ils ont servi d'inspiration pour les contrats qui servent aujourd'hui à spéculer, ils demeurent fondamentalement étrangers à cette faculté. Ils ont été intégrés aux marchés financiers et, faute de correspondre exactement aux autres contrats financiers, à ceux qui n'ont aucun lien avec l'économie réelle, ils ont été intégrés dans des opérations afin de « faire comme si ». Du point de vue des marchés financiers, leur utilité est incontestable. Ils permettent à certains opérateurs de se couvrir tout en offrant des opportunités de diversification des portefeuilles pour des acteurs financiers, et même de réaliser des opérations commerciales si nécessaire.

Pourtant, au regard des inquiétudes relatives à l'influence des prix des marchés financiers sur ceux des marchés physiques, et des conséquences que pourraient avoir les excès de la spéculation sur la volatilité du prix des denrées alimentaires, il est permis de se demander si celles-ci ont vraiment leur place dans la sphère financière. La réflexion que porte le programme Lascaux sur le fait que « *le bien alimentaire devrait être à tout le moins qualifié de bien spécial et peut-être au-delà, parce qu'il est vital et donc fondamental, de bien commun* »⁵⁶⁸ est en elle-même tout à fait suffisante pour justifier que lui soit appliqué un régime spécial⁵⁶⁹. Mais s'agissant des contrats financiers, il est possible de l'appuyer par une démonstration juridique de la spécificité des contrats financiers relatifs aux matières premières agricoles. Ils ne sont pas assimilables aux autres contrats financiers. En dépit des évolutions des marchés, ils ont gardé leur cœur nucléaire de contrat commercial intact, et s'ils peuvent aujourd'hui servir

⁵⁶⁸ F. COLLART DUTILLEUL, V. PIRONON, « Droit économique et sécurité alimentaire. Introduction », *RIDE* 2012, vol. XXVI, n°4, p. 14.

<https://www.cairn.info/revue-internationale-de-droit-economique-2012-4-page-5.htm>.

⁵⁶⁹ Pour des propositions en ce sens, V. les propositions Lascaux : Penser une démocratie alimentaire Vol. 2, (dir. François Collart Dutilleul et Thomas Bréger).
Disponible en libre accès : <http://www.oapen.org/search?identifier=632415>

d'instruments de spéculation, c'est parce que les règles de marché les ont insérés dans des opérations qui les dépassent.

La question était posée de savoir s'il était opportun de conserver les contrats financiers relatifs à des matières premières agricoles dans la même catégorie que les autres contrats financiers. Juridiquement, la réponse est négative. Même si nous n'avions pas à l'esprit les préoccupations relatives à la sécurité alimentaire, qui ne font que renforcer notre sentiment, la réponse serait identique. Dans un souci de cohérence juridique et conformément à ce qu'une analyse du fonctionnement des marchés financiers à la lumière du droit des contrats révèle, les contrats relatifs aux matières premières agricoles sont trop différents des contrats relatifs à des sous-jacents purement financiers pour recevoir la même qualification et se voir appliquer le même régime. Devant ce constat, est-ce qu'il ne serait pas possible de simplement considérer que les denrées alimentaires puissent faire l'objet d'un traitement particulier qui tienne compte de leurs spécificités en tant que biens de première nécessité ? Et est-ce que de la même façon qu'il existe des droits et des biens qui sont considérées comme hors du commerce parce qu'elles sont « sacrées » ou « taboues »⁵⁷⁰, peut-être pourrait-il être envisagé de considérer les denrées alimentaires comme des biens « hors de la finance »⁵⁷¹ ?

⁵⁷⁰ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Droit des contrats spéciaux*, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017, n°71, p. 137.

⁵⁷¹ Certaines religions pratiquent déjà des activités financières au nom de principes supérieurs que la Foi leur dicte. Une telle logique serait tout à fait transposable aux denrées alimentaires de part leur nécessité. Sur ces pratiques, V. I. RIASSETTO, I. « Le « faith-based », un concept en droit bancaire et des marchés financiers », in *Les concepts émergents en droit des affaires* (dir. Erik Le Dolley), Paris, LGDJ-Lextenso éditions, Coll. Droit & Économie, p. 163 ;

ANNEXES



Document title

INSTRUCTION EURONEXT

DATE D'ENTREE EN VIGUEUR : A COMPTER DE L'ECHEANCE MAI 2018

FICHE TECHNIQUE DU CONTRAT A TERME SUR BLE DE MEUNERIE N°2

Number of pages

14

Avertissement sur le processus de livraison MATIF: les utilisateurs potentiels du contrat à terme sur le blé de meunerie doivent prendre connaissance des caractéristiques du contrat, y compris les règles et procédures de la chambre de compensation. Les utilisateurs potentiels doivent notamment être conscients du fait que, en application des instructions de livraison MATIF applicables au contrat, le transfert concerne des marchandises déjà en silo, par le mécanisme de transfert de compte à compte décrit en détails dans l'article 21 de la présente fiche technique, et qu'ils doivent en conséquence prendre connaissance des termes et conditions additionnels aux caractéristiques de base ou caractéristiques minimum visées à l'article 3 appliqués par lesdits silos et de leurs changements possibles conformément à leurs conditions générales. Les intervenants de marché qui sont en position vendeuse ont à fournir à la chambre de compensation la preuve via des certificats d'entreposage qu'ils détiennent bien la marchandise en silo dans la période précédant la date de livraison MATIF que la chambre de compensation juge appropriée.



Document title

INSTRUCTION EURONEXT

DATE D'ENTREE EN VIGUEUR : A COMPTER DE L'ECHEANCE MAI 2018

FICHE TECHNIQUE DU CONTRAT A TERME SUR BLE DE MEUNERIE N°2

Number of pages

14

Avertissement sur le processus de livraison MATIF: les utilisateurs potentiels du contrat à terme sur le blé de meunerie doivent prendre connaissance des caractéristiques du contrat, y compris les règles et procédures de la chambre de compensation. Les utilisateurs potentiels doivent notamment être conscients du fait que, en application des instructions de livraison MATIF applicables au contrat, le transfert concerne des marchandises déjà en silo, par le mécanisme de transfert de compte à compte décrit en détails dans l'article 21 de la présente fiche technique, et qu'ils doivent en conséquence prendre connaissance des termes et conditions additionnels aux caractéristiques de base ou caractéristiques minimum visées à l'article 3 appliqués par lesdits silos et de leurs changements possibles conformément à leurs conditions générales. Les intervenants de marché qui sont en position vendeuse ont à fournir à la chambre de compensation la preuve via des certificats d'entreposage qu'ils détiennent bien la marchandise en silo dans la période précédant la date de livraison MATIF que la chambre de compensation juge appropriée.

ARTICLE 1 : PRÉLIMINAIRE ET DEFINITIONS

La présente fiche technique fixe les règles particulières applicables aux transactions réalisées sur le contrat à terme blé de meunerie n°2, coté en EUROS.

Elle est complétée des instructions de la chambre de compensation relatives à la livraison du contrat à terme blé de meunerie n°2.

« Livraison MATIF »: pour les besoins de la présente fiche technique, la livraison MATIF s'entend de l'ensemble du processus débutant par l'émission de certificats d'entreposage pour se dénouer finalement par le transfert de propriété de la marchandise du vendeur à l'acheteur dans les conditions établies par la formule Incograin n°23 du Syndicat de Paris du Commerce et des Industries de Grains, Produits du sol et dérivés, que ce transfert s'effectue en conservant jusqu'à son terme la garantie de la chambre de compensation, dite « garantie MATIF », ou en ayant recours à la procédure sans garantie dite « alternative ». La livraison MATIF ne recouvre pas les étapes préalables de réception de la marchandise du vendeur par les silos agréés, dont les obligations dans le cadre de la livraison MATIF portent uniquement sur l'émission de certificats d'entreposage et l'exécution des transferts de propriété de compte à compte, ou de sortie ultérieure de la marchandise des mêmes silos par l'acquéreur.

« Silo » : s'entend de toutes les installations des silos agréés pour entreposer la marchandise.

ARTICLE 2 : PRINCIPE GÉNÉRAL

La négociation de ce contrat est régie par les règles du MATIF.

La compensation de ce contrat est régie par les règles de LCH.Clearnet SA.

CHAPITRE I - LE CONTRAT

ARTICLE 3 : SOUS-JACENT

Le contrat à terme « blé de meunerie n° 2 » a pour sous-jacent du blé d'origine « Union Européenne ». La marchandise doit être sèche, sans odeur anormale, sans flair et exempte de parasites vivants, avec les caractéristiques suivantes :

Pour les contrats à terme jusqu'à l'échéance mai 2017 incluse, caractéristiques de base suivantes :

Poids spécifique :	76 kg/hl
Humidité :	15 %
Grains brisés :	4 %
Grains germés :	2 %
Impuretés :	2 %

Pour les contrats à terme à compter de l'échéance septembre 2017,

(i) caractéristiques minimum suivantes :

Indice de temps de chute de Hagberg	220 secondes
Teneur en protéines	11%
Poids spécifique	76 kg/hl

Et

(ii) caractéristiques de base suivantes :

Humidité :	15 %
Grains brisés :	4 %
Impuretés :	2 %

La marchandise doit par ailleurs répondre aux normes d'une commercialisation courante et à la législation et réglementation en vigueur, y compris tout règlement communautaire d'application directe. En particulier, le taux de mycotoxines ne devra pas excéder, lors de la livraison MATIF, les seuils maximums autorisés par la réglementation communautaire pour les céréales non transformées destinées à l'alimentation humaine.

Les caractéristiques de base ou caractéristiques minimum de la marchandise sont modifiables par décision d'Euronext Paris SA pour les échéances n'ayant pas de position ouverte.

Ces caractéristiques de base ou caractéristiques minimum s'appliquent aux blés faisant l'objet de la livraison MATIF. Les silos agréés peuvent fixer pour l'entrée et l'entreposage dans leurs installations des caractéristiques additionnelles plus restrictives (notamment parmi les caractéristiques figurant à l'addendum technique n°II du Syndicat de Paris du Commerce et des Industries des Grains, Produits du sol et dérivés). Euronext Paris SA retransmet aux membres du marché dans les meilleurs délais les changements significatifs de conditions d'entrée et d'entreposage tels qu'ils ont été communiqués par les silos agréés.

ARTICLE 4 : NOMINAL

Le contrat à terme blé de meunerie n° 2 porte sur un lot de marchandise de qualité homogène de 50 tonnes métriques, en franchise de tous droits et taxes, mis à disposition en vrac.

CHAPITRE II - JOURNÉE DE NEGOCIATION

ARTICLE 5 : MODE ET HORAIRE DE NEGOCIATION

Le mode de négociation du contrat à terme ferme Blé de Meunerie est le système électronique UTP ou ses évolutions selon les horaires suivants (heure de Paris) :

Pré-ouverture : 7H04 – 10h45

Séance : 10h45 – 18h30

ARTICLE 6 : ECHÉANCES

Les transactions s'effectuent sur douze échéances successives. Les mois d'échéance sont novembre, janvier, mars et mai jusqu'à mai 2015 puis septembre, décembre, mars et mai à compter de septembre 2015 et des suivantes.

ARTICLE 7 : CLÔTURE D'UNE ÉCHÉANCE

La clôture d'une échéance intervient à la date fixée par l'entreprise de marché, soit en principe le 10 du mois d'échéance, selon le calendrier établi par l'entreprise de marché. En cas de fermeture du marché ce jour-là, la clôture a lieu la journée de négociation suivante.

L'ouverture d'une nouvelle échéance intervient à la date fixée par l'entreprise de marché, soit en principe la première journée de négociation suivant la clôture d'une échéance, selon le calendrier établi par l'entreprise de marché.

Toute modification du calendrier n'est applicable que sur les échéances n'ayant pas de position ouverte.

ARTICLE 8 : COTATION

L'unité du contrat est de 50 tonnes métriques (minimum/maximum).

La cotation s'effectue en EUROS (EUR) par tonne métrique. Elle est exprimée hors taxes. L'échelon minimal de cotation est de 0,25 EUR par tonne métrique.

ARTICLE 9 : COURS DE COMPENSATION (DSP)

Le Système de compensation des Services de marché est utilisé pour calculer le Cours de compensation quotidien en s'appuyant sur le flux d'information des prix constatés pendant une période d'au moins deux minutes précédant l'heure fixée pour la compensation d'un contrat, telle que notifiée par Euronext Paris SA et telle que définie dans les procédures de négociation. Cette période porte le nom d'« Intervalle de compensation ». Toutefois, Euronext Paris SA contrôle

également l'activité du marché tout au long du Jour de négociation de sorte que les cours de compensation constituent un juste reflet du marché.

L'Intervalle de compensation sert à contrôler le niveau des écarts. Ensuite, les critères suivants s'appliquent, selon le cas:

- (a) le prix négocié durant la dernière minute de l'Intervalle de compensation ; ou s'il y a plus d'un prix négocié pendant cette période ;
- (b) la moyenne pondérée des volumes d'échange des prix négociés durant la dernière minute de l'Intervalle de compensation, arrondi à l'échelon minimum de cotation le plus proche ; ou en l'absence de prix négocié pendant cette période ;
- (c) le prix médian de la fourchette acheteur-vendeur en vigueur au moment où le cours de compensation est calculé, arrondi à l'échelon minimum de cotation le plus proche.

Lorsque la moyenne pondérée des échanges ou le prix médian de la fourchette acheteur-vendeur en cours aboutit à un prix qui n'est pas égal à un échelon de cotation entier, la convention qui s'applique en matière d'arrondis dans les cas (b) et (c) mentionnés plus haut suit les dispositions prévues dans les caractéristiques du contrat correspondant.

En outre, les critères suivants sont contrôlés par les Services de marché et peuvent être pris en compte, le cas échéant :

- (d) les niveaux de prix tels qu'ils ressortent des écarts cotés ;
- (e) les écarts par rapport à d'autres mois d'échéance pour le même contrat ; et
- (f) les prix ou les écarts sur un marché en relation.

ARTICLE 10 : COURS DE LIQUIDATION (EDSP)

Le Cours de Liquidation à l'échéance est établi par Euronext Paris SA le dernier jour de négociation suivant la méthodologie indiquée ci-dessous :

Les cours négociés et les cours acheteurs et vendeurs utilisés pour établir le Cours de Liquidation seront ceux des deux minutes précédant la clôture de la négociation. En l'absence de cours négociés et de cours acheteurs et vendeurs pendant ces deux dernières minutes, c'est la période des 30 dernières minutes précédant la clôture de la négociation qui sera utilisée et en l'absence de cours négociés et de cours acheteurs et vendeurs pendant ces 30 dernières minutes, ce sont les cours traités et les cours acheteurs et vendeurs de la période précédente qui sont utilisés.

- (a) Si un ou plusieurs contrats ont été négociés sur cette échéance lors de la dernière journée de négociation alors :
 - (i) Si, un seul contrat a été négocié, le Cours de Liquidation sera le cours (autant que possible) auquel le contrat a été négocié ; ou ;

- (ii) Si plus d'un contrat a été négocié, le Cours de Liquidation sera le résultat de la moyenne arrondie au 0,25 euro le plus proche (autant que possible) des cours auxquels ces contrats ont été négociés, pondérés par le nombre de lots de chaque transaction ;
- (b) Si le dernier jour de négociation, aucun contrat n'a été négocié sur cette échéance mais que un (ou des) cours acheteur(s) et un (ou des) cours vendeur(s) ont été affichés pour un (ou des) contrats sur cette échéance, le Cours de Liquidation sera le résultat(autant que possible) de la moyenne du cours vendeur le plus bas et du cours acheteur le plus haut, cette moyenne étant arrondie 0,25 euro le plus proche.
- (c) Si (autant que possible) le dernier jour de négociation aucun contrat n'a été négocié sur cette échéance et qu'aucun cours acheteur ou qu'aucun cours vendeur n'a été affiché sur cette échéance, Euronext Paris SA déterminera le Cours de Liquidation en fonction de tout cours acheteur ou, selon le cas, vendeur proposé sur cette échéance durant cette période de cette journée de négociation ou,
- (d) Si le dernier jour de négociation pendant la période indiquée dans les procédures de négociation aucun contrat n'a été négocié sur cette échéance et qu'aucun cours acheteur et qu'aucun cours vendeur n'a été affiché sur cette échéance, Euronext Paris SA pourra déterminer le Cours de liquidation(autant que possible) par rapport aux autres échéances négociées ou par rapport au(x) cours acheteur(s) ou vendeur(s) affichés sur les autres échéances du Contrat durant la période du dernier jour de négociation et en référence aux paragraphes e (i) et (ii) ci-dessous et, arrondie si besoin au 0,25 euro le plus proche.
- (e) Si Euronext Paris SA estime que le Cours de Liquidation calculé conformément aux paragraphes (a), (b) ou (c) ne correspond pas aux cours traités ou aux cours acheteurs et vendeurs affichés durant cette journée de négociation pour :
 - (i) L'échéance livrable considérée avant la période décrite aux paragraphes (a), (b) ou (c), suivant le cas ; ou
 - (ii) toute autre échéance pendant la période décrite aux paragraphes (a), (b) ou (c), suivant le cas,

Alors la détermination du Cours de Liquidation à un cours cohérent par rapport aux cours négociés, aux cours acheteurs et vendeurs de la période considérée, arrondie au 0,25 euro le plus proche si besoin, relève de l'absolue discréption d'Euronext Paris SA.
- (f) Le Cours de Liquidation est considéré comme définitif.

ARTICLE 11 : OPÉRATIONS PARTICULIÈRES

Sont autorisées sur le contrat à terme blé de meunerie n° 2 les opérations particulières et les stratégies acceptées dans les procédures de négociation.

CHAPITRE III - LIVRAISON

ARTICLE 12 : PRÉLIMINAIRE

A l'échéance, tout contrat resté en position donne lieu à livraison MATIF par le donneur d'ordres vendeur au donneur d'ordres acheteur d'un lot de marchandise conforme aux dispositions de la présente fiche technique. L'avis de notification remis à la chambre de compensation par l'adhérent compensateur vendeur doit porter sur une quantité minimum de 500 tonnes nettes par donneur d'ordres vendeur. Le non-respect de la quantité minimum de livraison MATIF entraîne la défaillance de l'adhérent compensateur vendeur et l'application de l'article 26 de la présente fiche technique.

SECTION 1 - NOTIFICATION DE LIVRAISON MATIF

ARTICLE 13 : CALENDRIER DE LIVRAISON MATIF

Dans ce qui suit, journée de négociation correspond à un jour d'ouverture du MATIF, tel que publié par Euronext dans son calendrier annuel d'ouverture.

La propriété d'un lot de marchandise se constate dans les heures et délais fixés par la formule Incograin n°23 du Syndicat de Paris du Commerce et des Industries de Grains, Produits du sol et dérivés.

A partir de la cinquième journée de négociation précédant la clôture d'une échéance, la chambre de compensation exige des donneurs d'ordres vendeurs, selon les modalités prévues par instruction de la chambre de compensation, un ou plusieurs certificats d'entreposage émis par un silo agréé dans le système d'Euronext [« Euronext Inventory Management »] et portant sur une quantité au moins égale à leur position respective à la vente sur cette échéance.

Les certificats d'entreposage doivent être remis à la chambre de compensation selon les modalités précisées par instruction de la chambre de compensation et lui parvenir au plus tard le jour de clôture de l'échéance. Lorsqu'un donneur d'ordres vendeur n'a pas rempli ses obligations concernant la remise des certificats d'entreposage, la chambre de compensation procède à la liquidation d'office des contrats concernés.

La première journée de négociation suivant la clôture de l'échéance, l'adhérent compensateur vendeur remet à la chambre de compensation un avis de notification par lequel il fait connaître son intention de procéder à la livraison MATIF, le silo où aura lieu la livraison MATIF, le nombre de contrats concernés et les numéros des certificats d'entreposage correspondants.

La seconde journée de négociation suivant la clôture de l'échéance, la chambre de compensation assigne les avis de notification de livraison aux adhérents compensateurs acheteurs et procède au rapprochement des adhérents compensateurs acheteurs et des adhérents compensateurs vendeurs selon des modalités précisées par instruction de la chambre de compensation.

La troisième journée de négociation suivant la clôture de l'échéance, l'adhérent compensateur vendeur transmet une notification de livraison MATIF à l'adhérent compensateur acheteur qui la remet à la chambre de compensation complétée et signée par les contreparties.

ARTICLE 14 : NOTIFICATION DE LIVRAISON MATIF

L'émission d'une notification de livraison et son acceptation matérialisent l'engagement de procéder à la livraison MATIF de la marchandise du nombre spécifié de contrats au sein d'un silo agréé.

ARTICLE 15 : ACCEPTATION ET ECHANGE DE NOTIFICATIONS

Sous peine de défaillance, après l'expiration, tout adhérent compensateur détenteur d'une position ouverte à l'achat sur cette échéance, pour son propre compte ou pour celui de ses donneurs d'ordres, est tenu d'accepter la notification de livraison MATIF correspondante.

Les conditions techniques dans lesquelles s'effectuent la remise des avis de notification, leur acceptation, l'échange de notifications et la publication de la liste définitive des assignations sont précisées par instruction de la chambre de compensation.

ARTICLE 16 : PROCÉDURE ALTERNATIVE

Après l'assignation des avis de notification, les donneurs d'ordres peuvent, par l'intermédiaire de leur adhérent compensateur, convenir de remplir leurs engagements dans des conditions différentes de celles de la présente fiche technique; dans ce cas, les parties ne peuvent se prévaloir des dispositions concernant la garantie MATIF de la chambre de compensation.

Les adhérents compensateurs des parties concernées transmettent à la chambre de compensation un avis d'exécution, dans les formes précisées par instruction de la chambre de compensation.

La réception de l'avis d'exécution permet la restitution des dépôts de garantie livraison visés aux articles 17 et 18 suivants.

Il est précisé que le certificat d'entreposage reste requis auprès du silo agréé et que les frais d'entreposage sont à la charge de l'entrepositaire jusqu'à la date de transfert de la marchandise à sa contrepartie y compris en cas de procédure alternative.

SECTION 2 - DEPOTS DE GARANTIE

ARTICLE 17 : DÉPÔT DE GARANTIE LIVRAISON

Tout adhérent compensateur, détenteur, pour son compte propre ou pour celui de ses donneurs d'ordres, d'un contrat resté en position après la clôture de l'échéance garantit l'exécution de ses engagements ou de ceux de ses donneurs d'ordres. A cet effet, sous peine de défaillance, le troisième jour suivant la clôture de l'échéance, il remet à la chambre de compensation un dépôt de garantie livraison conforme au montant et aux instruments acceptés par la chambre de compensation.

La constitution du dépôt de garantie livraison entraîne la restitution du dépôt de garantie rapproché.

ARTICLE 18: DÉPÔT DE GARANTIE LIVRAISON SUPPLÉMENTAIRE

Jusqu'à réception de l'avis d'exécution du contrat, la chambre de compensation peut appeler un dépôt de garantie livraison supplémentaire, à constituer immédiatement, si l'évolution des cours du sous-jacent le justifie.

Le calcul et les modalités de règlement de cette couverture sont précisés par instruction de la chambre de compensation.

Les dépôts de garantie livraison supplémentaires sont restitués dès réception par la chambre de compensation de l'avis d'exécution prévu à l'article 25 de la présente fiche technique.

ARTICLE 19 : DÉFAILLANCE DANS LA CONSTITUTION DES DÉPÔTS DE GARANTIE

Tout adhérent compensateur, détenteur pour son compte propre ou pour celui de ses donneurs d'ordres, d'un contrat resté en position après la clôture de l'échéance, ne constituant pas les dépôts de garantie visés aux articles 17 et 18 de la présente fiche technique, est réputé défaillant et sa contrepartie bénéficie des conditions prévues à l'article 26 de la présente fiche technique.

Chaque fois que les dépôts de garantie visés aux articles 17 et 18 de la présente fiche technique ne sont pas constitués, la chambre de compensation en avise immédiatement l'adhérent compensateur et la contrepartie concernés.

ARTICLE 20 : RESTITUTION DES DÉPÔTS DE GARANTIE

La chambre de compensation restitue les divers dépôts de garantie susvisés à réception de l'avis d'exécution du contrat, visé à l'article 25 de la présente fiche technique, signé par l'adhérent compensateur acheteur et l'adhérent compensateur vendeur.

En cas d'inexécution du contrat, la chambre de compensation ne restitue les divers dépôts de garantie des deux contreparties que sur production :

- soit du justificatif de la résolution, en cas d'inexécution pour cas de force majeure prévue à l'article 28 de la présente fiche technique,
- soit du justificatif du paiement de l'indemnité de défaillance par la partie défaillante,
- soit d'une décision de justice et, à l'égard de la partie condamnée, du justificatif du paiement des condamnations,
- soit d'une décision de justice déchargeant de toute condamnation la partie à l'encontre de laquelle la défaillance a été invoquée.

Lorsque la partie bénéficiaire d'une décision de justice de condamnation à l'encontre de l'autre partie en informe la chambre de compensation, celle-ci, par télex ou télégramme avec avis de réception, invite la partie condamnée à lui justifier, dans un délai maximal de dix jours civils à compter de la réception de cette mise en demeure, de la complète exécution de cette décision.

Passé ce délai et en l'absence de cette justification, la chambre de compensation utilise les dépôts de garantie susvisés, et verse, dans les huit jours civils suivants, à l'autre partie le montant fixé par la décision de justice.

Dès production du jugement définitif, la chambre de compensation restitue à la partie n'ayant encouru aucune condamnation les divers dépôts de garantie lui revenant.

SECTION 3 - LE TRANSFERT DE PROPRIETE (EN DEHORS DE LA PROCEDURE ALTERNATIVE)

ARTICLE 21 : TRANSFERT DE LA MARCHANDISE

Le transfert de propriété entre donneurs d'ordres vendeurs et acheteurs est réalisé par le transfert en silo. Le transfert a lieu la septième journée de négociation suivant la clôture de l'échéance. A cette date, le donneur d'ordres vendeur donne l'ordre au silo, dans les formes prévues par instruction de la chambre de compensation, de transférer la marchandise au donneur d'ordres acheteur.

Sur l'ordre du donneur d'ordres vendeur, le silo transfère la marchandise au donneur d'ordres acheteur à bonne date et établit un bon de transfert, dans les formes prévues par instruction de la chambre de compensation.

En accord avec la formule de référence Incograin n°23 du Syndicat de Paris du Commerce et des Industries de Grains, Produits du sol et dérivés, le transfert porte sur des marchandises déjà entreposées dans le silo concerné.

ARTICLE 22 : POINTS DE LIVRAISON MATIF

Le transfert de la marchandise est effectué dans le silo agréé ayant émis le certificat d'entreposage remis à la chambre de compensation, dans les formes prévues par instruction de la chambre de compensation.

La liste des silos agréés, leurs conditions d'agrément ainsi que les modalités d'exécution de leurs prestations sont établies en tant que de besoin par instructions de la chambre de compensation et s'appliquent aux échéances de livraison MATIF telles que déterminées par avis d'Euronext Paris SA.

Tout changement dans la liste des silos agréés n'est applicable que sur les échéances n'ayant pas de position ouverte. Par exception, pour les échéances cotées au-delà de deux campagnes, Euronext Paris SA et la Chambre de Compensation peuvent, dans le respect des dispositions contractuelles avec les silos concernés, en tant que de besoin ajouter ou retirer un silo à ladite liste, avec effet immédiat sur les échéances avec ou sans positions ouvertes tel que Euronext Paris SA l'aura décidé en collaboration avec la Chambre de Compensation. Toute décision de cet ordre est prise avec l'accord préalable de la Chambre de Compensation et suivie d'une notification aux membres du marché par avis ou tout autre moyen décidé par Euronext Paris SA et la Chambre de Compensation.

ARTICLE 23 : RÈGLES RÉGISSANT LE TRANSFERT DE LA MARCHANDISE

Conformément à l'article 1, les dispositions du présent article 23 s'appliquent au transfert de marchandise déjà entreposée et ne concernent pas les conditions additionnelles d'entrée préalable dans les silos ou de sortie ultérieure de ceux-ci.

Sous réserve de la présente fiche technique et de ses textes d'application, le transfert de la marchandise est régi par :

- d'une part, la formule Incograin n°23 du Syndicat de Paris du Commerce et des Industries de Grains, Produits du sol et dérivés,
- d'autre part, l'addendum technique n°II du Syndicat de Paris du Commerce et des Industries des Grains, Produits du sol et dérivés, à l'exclusion de l'addendum technique n°I,
- ou toute autre condition réglementaire qui leur serait substituée.

En cas de contradiction ou de difficulté d'interprétation entre la présente fiche technique ainsi que ses textes d'application et les formules contractuelles en vigueur sur le lieu de livraison, la présente fiche technique ainsi que ses textes d'application prévaudront. Cette hiérarchie des textes ne porte pas atteinte à la fixation par les silos agréés de leurs conditions d'entrée et d'entreposage telles que visées à l'article 3.

ARTICLE 24 : QUALITÉ LIVRABLE

La qualité de base ou qualité minimum de la marchandise est définie à l'article 3 de la présente fiche technique.

Le montant dû par le donneur d'ordres acheteur au donneur d'ordres vendeur contre la livraison MATIF de la marchandise est calculé sur la base du cours de liquidation ajusté le cas échéant des réfactions telles que définies dans l'addendum technique n° II pour la vente des blés tendres de meunerie du Syndicat de Paris du Commerce et des Industries des Grains, Produits du sol et dérivés.

ARTICLE 25 : DOCUMENTS DE LIVRAISON MATIF

Le certificat d'entreposage permet au donneur d'ordres vendeur d'attester la détention d'une quantité de marchandise stockée dans un silo agréé. Ce document est émis dans le système d'Euronext « Euronext Inventory Management » par un silo agréé, il est transmis à la chambre de compensation dans les formes prévues par instruction de la chambre de compensation.

Le défaut de remise d'un tel certificat d'entreposage constitue un cas de défaillance pour l'adhérent compensateur vendeur.

L'avis de notification permet à l'adhérent compensateur vendeur de faire connaître à la chambre de compensation, son intention de procéder à la livraison MATIF, le lieu où aura lieu la livraison MATIF ainsi que le nombre de contrats concernés.

La notification de livraison MATIF matérialise l'engagement de l'adhérent compensateur vendeur de procéder à la livraison MATIF pour le nombre de contrats spécifié et celui de l'adhérent compensateur acheteur de prendre livraison MATIF de ces contrats au lieu spécifié.

Une fois le transfert de la marchandise et le paiement effectués, l'adhérent compensateur vendeur transmet un avis d'exécution à l'adhérent compensateur acheteur qui le remet à la chambre de compensation, chacune des parties reconnaissant la bonne exécution de ses engagements réciproques.

L'avis de notification, la notification de livraison MATIF et l'avis d'exécution sont rédigés et signés par les adhérents compensateurs au nom et sur instruction de leurs donneurs d'ordres.

Pour être valides, ces documents doivent être conformes aux modèles élaborés par la chambre de compensation.

ARTICLE 26 : DÉFAILLANCE

Outre les cas prévus aux articles 19 et 25 de la présente fiche technique est réputée défaillante la partie qui a rendu impossible l'exécution du contrat dans les conditions prévues dans la présente fiche technique.

La défaillance fait l'objet d'une procédure de règlement dans les conditions précisées par une instruction de la chambre de compensation.

ARTICLE 27 : RÉPARATION DU PRÉJUDICE

L'application des dispositions découlant de l'article 26 de la présente fiche technique ne fait pas obstacle aux poursuites que la partie lésée peut engager à l'encontre de la partie défaillante si elle établit que le défaut de livraison MATIF, de prise de livraison MATIF ou de paiement résulte d'une faute lourde ou intentionnelle.

ARTICLE 28 : FORCE MAJEURE

Est réputé cas de force majeure tout événement, indépendant de la volonté de celui qui l'invoque, de caractère irrésistible et normalement imprévisible, qui empêche même temporairement l'exécution du contrat.

Le cas de force majeure n'exonère pas l'adhérent compensateur acheteur et l'adhérent compensateur vendeur de remplir les obligations financières prévues aux articles 17 et 18 de la présente fiche technique.

La chambre de compensation établit par instruction les modalités permettant à l'une des parties de se prévaloir d'une telle cause d'inexécution et les principes organisant sa résolution.

ARTICLE 29 : ARBITRAGE

Les arbitrages nécessaires en cas de litige sont de la compétence des instances arbitrales locales désignées par instruction de la chambre de compensation.

INDEX

L'index fait référence à des numéros de paragraphes.

A

- Aléas (V. risque)
- Autorité des Marchés Financiers (AMF)
 - Pouvoir de sanction..... 174 s.

B

- Bulles spéculatives 81
- Chambre de compensation
 - Qualité de contrepartie..... 310
- Chicago Board of Trade* 97
- Commodity Futures Trading Commission.....
(CFTC) 45, 112

C

- Contrat
 - *Forward contracts*..... 30
 - *Futures contracts* 30
- Contrat à terme 32
- Contrat financier
 - Prestation caractéristique 368 s.
- Contenu du contrat
 - Détermination par les parties 38
 - Détermination par l'entreprise de marché..
(V. Standardisation).
- Couverture
 - Sens général 33
 - Sens juridique (dépôt de garantie) 212

D

- Diffusion de fausses informations 174
- Dodd-Frank Act* 187
- Dojima Rice Market* 90
- Dualité des sanctions boursières 174

E

- Effet de levier..... 168, 210
- Enregistrement 220
- Exception de jeu..... 424

F

- Forward contracts* 38
- Future contrat* 38

I

- Imprévision 425
- Infractions financières 174 s.
- Intermédiaires 206 s.
 - Adhérents compensateurs 208
 - Membres de marché 207
- Interposition (V. novation)

L

- Liquidation d'office des positions 217
- Liquidité
 - Définition 16
 - Utilité 141

M

- Manipulation de cours 173, 176
- Marché(s)
 - Définition 85
 - Physiques 124
 - Au comptant 5
 - À terme 6
- Matières premières agricoles 3
- Modèles de contrat (V. standardisation)
- MIFID II 184, 188

N	S
Novation.....	302 s.
O	
Obligation de régler les marges	215
P	
Prix	
- Définition juridique	40
Prix de marché	
- Notion de "cours"	271
- Convergence des prix	60
- Formation du prix de marché.....	163
Promesse unilatérale	44
R	
Risque	
- Activité agricole.....	3, 27
- Systémique	334
S	
Spéculation	
- Définition juridique (absence)	Erreur !
Source du renvoi introuvable.	
- Définition économique ..	Erreur ! Source du renvoi introuvable.
- Influence sur le prix de marché.....	163
- Légalité.....	424
- Prohibition.....	120
- Utilité	69, 140
Standardisation des contrats	
- Modèles de contrats	147
- Marchés de gré à gré	234
T	
<i>Trading algorithmique</i>	286
V	
Volatilité des prix	3
- Contrôle.....	191
- <i>Dodd-Franck Act</i>	122

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES GÉNÉRAUX, TRAITÉS ET MANUELS

Association Henri Capitant

Vocabulaire juridique (dir. Gerard Cornu), Paris, Quadrige, 12^e éd., 2017.

ANCEL F., FAUVARQUE-COSSON B., GEST J.

Aux sources de la réforme du droit des contrats, 2017.

ANDREU L., MIGNOT M.

Les contrats spéciaux et la réforme du droit des obligations, Collection Colloques & essais

Institut universitaire Varenne, 2017.

ANDREU L., THOMASSIN N.,

Cours de droit des obligations, Amphi LMD, 2^e éd., 2017.

AUBRY C., RAU C.

Obligations, Cours de droit civil français d'après la méthode de Zachariae, t. IV, 6^e éd., Paris,

LGDJ, 1951.

BELLETANTE B., MAHÉRAULT L.

Dictionnaire de la Bourse et des marchés, Paris, Hatier, 2^e éd., 2000.

BÉNABENT A.

Les contrats spéciaux civils et commerciaux, Paris, Montchestien, Domat, 12^e éd., 2017.

BERNARD Y., COLLI J.-C.

Dictionnaire économique et financier : avec les terminologies anglaise, allemande et espagnole, Paris, Éd. du Seuil, 6^e éd., 1996.

BERNAULT C., CLAVIER J.-P.

Dictionnaire de droit de la propriété intellectuelle, Paris, Ellipses, 2^e éd., 2015.

BONNEA T., DRUMMOND, F.,

Droit des marchés financiers, Paris, Economica, Corpus, Droit privé, 3^e éd., 2010.

BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A.-C., TEHRANI A., VABRES R.,

Droit financier, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Lextenso éditions, Précis Domat, Droit privé, 2017.

BOUJEKA A.,

« Marchés financiers et droit de l'Union européenne », *Répertoire de droit des sociétés*, Dalloz, 2010.

CAPITANT H., TERRÉ F., LEQUETTE Y., CHÉNÉDÉ F.

Les grands arrêts de la jurisprudence civile Tome 2 Obligations, contrats spéciaux, sûretés, Grands arrêts, Paris, Dalloz, 13^e éd., 2015.

CAPUL J.-Y, GARNIER O.,

Dictionnaire d'économie et de sciences sociales, Paris, Hatier, 2015.

CARBONNIER J.,

Droit civil, Paris, PUF, 2000.

Droit civil 4, Les obligations, Thémis. Droit privé, Paris, PUF, 22^e éd., 2000.

CHANTEPIE G., LATINA M.,

La réforme du droit des obligations commentaire théorique et pratique dans l'ordre du Code civil, 2016.

Le nouveau droit des obligations Commentaire théorique et pratique dans l'ordre du Code civil, 2^e éd., 2018.

CHÉNEDÉ F.,

Le nouveau droit des obligations et des contrats, Consolidations - innovations - perspectives, Paris, Dalloz, À savoir, 2016.

COLLART DUTILLEUL F., AUBERT J.-L.,

Droit des obligations, Paris, Dalloz, Connaissance du droit, 5^e éd., 2017.

COLLART DUTILLEUL F., DELEBECQUE P.,

Contrats civils et commerciaux, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 10^e éd., 2015.

COURET A., et al.,

Droit financier, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 2^e éd., 2012.

DEMOLOMBE C.,

Traité des contrats ou des obligations conventionnelles en général, Paris, Auguste Durand et L. Hachette et Cie, 1877

DE VAUPLANE H., BORNET, J.-P.,

Droit des marchés financiers, Litec, 3^e éd., 2001.

DESHAYES O., GENICON T., LAITHIER Y.-M.,

Réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, Commentaire article par article, 2016.

DISSAUX N.,

« Contrat : formation », *Répertoire de droit civil*, Dalloz, 2017.

DISSAUX N., JAMIN C.,

Projet de réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, Dalloz, 2015.

DURKHEIM É.,

De la division du travail social, Paris, PUF, 1930.

FABRE-MAGNAN M.,

Droit des obligations, Contrat et engagement unilatéral, Paris, PUF, 4^e éd., 2016.

GAFFIOT F.,

Dictionnaire Latin - Français, Paris, Hachette, 53^e éd., 1934.

GALLAND M.,

« Marchés financiers : fonctionnement », *Répertoire de droit des sociétés*, Dalloz, 2010.

GERMAIN M., MAGNIER V., RIPERT G., ROBLOT R.,

Traité de droit des affaires - Tome 2, Les sociétés commerciales (dir. Michel Germain), LGDJ, 22^e éd., 2017.

GHESTIN J., JAMIN C., BILLIAU M.,

Traité de droit civil, Les effets du contrat : interprétation, qualification, durée, inexécution, effet relatif, opposabilité, Paris, LGDJ, 3^e éd., 2001.

GHESTIN J., LOISEAU G., SERINET Y.-M.,

La formation du contrat Tome 1 - le contrat, le consentement, Paris, LGDJ, Lextenso éditions, Traité de droit civil, 4^e éd., 2013.

GUINCHARD S., DEBARD T.,

Lexique des termes juridiques, Paris, Dalloz, 26^e éd., 2018.

DE JUGLARD M., IPPOLITO B.,

Banques et Bourses, Traité de droit commercial, t. VII, 3^e éd., par L. M. MARTIN, Paris, Montchestien, 1991.

JUVIN H.,

Les marchés financiers : voyage au cœur de la finance mondiale, Paris, Éd. d'Organisation, Editions d'Organisation, 2004.

LARROUMET C., BROS S.,

Les obligations : le contrat, Paris, Economica, Corpus. Droit privé, 8^e éd., 2016.

LAUTIER D., SIMON Y.,

Les 100 mots des marchés dérivés, Paris, PUF, Que sais-je ?, 3^e éd., 2011.

MACKAAY E., ROUSSEAU S.,

Analyse économique du droit, Paris, Dalloz : Les Ed. Thémis, Méthodes du droit, 2^e éd., 2008.

MAINGUY D.,

Contrats spéciaux, Paris, Dalloz, Cours Dalloz. Série Droit privé, 11^e éd., 2018.

MALAURIE P., AYNÈS L., GAUTIER, P.-Y.,

Droit des contrats spéciaux, Paris, LGDJ, Droit civil, 9^e éd., 2017.

MALAURIE P., AYNÈS L., STOFFEL-MUNCK P.,

Droit des obligations, Droit civil, Issy-les-Moulineaux, LGDJ, Droit civil, 9^e édition, 2017.

MALINVAUD E.,

« Dictionnaire de l'économie », Encyclopaedia Universalis, 2010.

MALINVAUD P.,

Droit des obligations, les mécanismes juridiques des relations économiques, Litec, 1992.

MAZEAUD H. , MAZEAUD L., MAZEAUD J.,

Leçons de droit civil, tome II, premier volume, Obligations : théorie générale, Paris, Montchrestien, 9^e éd., 1998.

MERVILLE A.-D., *Droit financier*, Issy-les-Moulineaux, Gualino, 3^e éd., 2017.

L'essentiel du droit des marchés financiers, Paris, Gualino-Lextenso éd., 2008.

L'essentiel du droit financier, Issy-les-Moulineaux, Gualino Lextenso éditions, Les carrés, 2016.

MOURRE M.,

Dictionnaire encyclopédique d'histoire, Paris, Bordas, 1996.

PRAICHEUX S.,

« Instruments financiers à terme », *Répertoire de droit des sociétés*, Dalloz, 2009.

« Sûretés financières », *Répertoire de droit des sociétés*, Dalloz, 2010.

RAYNARD J., SEUBE J.-B.,

Droit des contrats spéciaux, Paris, Lexis Nexis, Manuel, 9^e éd., 2017.

RIASSETTO I.,

« Contrats à terme fermes et options », Dictionnaire Joly Bourse, 2000.

RIPERT G.,

La règle morale dans les obligations civiles, Paris, LGDJ, 4^e éd., 1949.

TERRÉ F., SIMLER P., LEQUETTE Y.,

Droit civil - Les obligations, Paris, Dalloz, Précis. Droit privé, 11^e éd., 2013.

THALLER E.-E.,

Traité élémentaire de droit commercial à l'exclusion du droit maritime, Paris, Rousseau et Cie, T. 2, 8^e éd., 1931.

OUVRAGES SPÉCIAUX

AUBERT, Jean-Luc, GOLDIE-GENICON, Charlotte

« Novation », *Répertoire de droit civil*, Dalloz, 2017.

ANDREU, L.

Du changement de débiteur, préface de D. R. Martin, Paris, Dalloz, 2010, Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 92.

ARISTOTE

La politique, Bibliothèque des textes philosophiques, Livre 1 ; Trad. Jules Tricot, 2005.

AUCKENTHALER, F.

Droit des marchés de capitaux, 2004.

AYNÈS, L.

La cession de contrat et les opérations juridiques à trois personnes, Préface de P. Malaurie, Paris, Economica, 1984, Droit civil. Études et recherches.

BADON-PASCAL, É.

Des marchés à terme, étude pratique au point de vue légal et financier, Paris, Imprimerie et librairie générale de jurisprudence : Marchal, Billard & ce., 1877.

BEAUGENDRE S., BERNAULT, C., BRIAND P., GARCIA F., PIRONON V.

Liber amicorum : mélanges en l'honneur de François Collart Dutilleul, Paris, Dalloz, 2017.

BOBILLIER, C.

La liberté contractuelle à l'épreuve du droit des marchés financiers, thèse, Université Jean Moulin (Lyon 3), 2015.

BONNEAU, T.

La modernisation des activités financières, Paris, Éd. GLN Joly, Pratique des affaires, 1996.

BOULAT, P.-A., CHABERT, P.-Y.

Les swaps : technique contractuelle et régime juridique, Paris, Masson, 1992.

BOUSSARD, J.-M.

Les prix agricoles - Nouveau dialogue sur le commerce des blés, Paris, L'harmattan, 2017.

BRASSEUR-HANNOUN, L.

Les opérations sur instruments financiers au regard de la théorie générale du droit des obligations, thèse, Lille, 2004.

BROS, S.

L'interdépendance contractuelle, thèse, Paris II, Panthéon-Assas, 2001.

BURNET, J.

L'aurore de la philosophie grecque, Paris, Payot, Bibliothèque scientifique, 1970.

CAPDEVILLE, R.

L'accaparement et la spéculation illicite, thèse, Bordeaux, 1920.

CAUSSE, H.

Droit bancaire et financier, Mare & Martin, 2015.

CHALMIN, P., ALAOUI, A. E.

Matières premières et commodités, Paris, France, Economica, Cyclope, 1990.

COLIN, A.

Les obligations financières, thèse, Paris I, Panthéon-Sorbonne, 2015.

COLLART DUTILLEUL, F.

Penser une démocratie alimentaire Vol. 1, (dir. François Collart Dutilleul et Thomas Bréger),
<http://www.oapen.org/search?identifier=632414>

Penser une démocratie alimentaire Vol. 2, (dir. François Collart Dutilleul et Thomas Bréger),
<http://www.oapen.org/search?identifier=632415>

COLLART DUTILLEUL, F., BUGNICOURT, J.-P.

Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde, Bruxelles, Larcier, 2013.

COLLART DUTILLEUL, F., LE DOLLEY, E.

Droit, économie et marchés de matières premières agricoles, Paris, LGDJ-Lextenso éditions,
Coll. Droit & Économie, 2013.

COLLART DUTILLEUL, F., RIEM F.

« Droits fondamentaux, ordre public et libertés économiques », Institut universitaire Varenne,
Coll. Colloques & Essais, 2013.

COLLING, A.

La prodigieuse histoire de la Bourse, Paris, Société d'éditions économiques et financières,
1949.

CORDIER, J.

Les Marchés à Terme, Paris, PUF, Que sais-je ?, 1984.

Les marchés à terme, Paris, PUF, Que sais-je ?, 54, 1985.

DE LEYSSAC, C. L., PARLÉANI, G.

Droit du marché, Paris, PUF, Thémis. Droit Privé, 2002.

DE NAYER, M.-C.

Le Matif: analyse juridique, Paris, Dalloz, Connaissance du droit, 1991.

DE VAUPLANE, H., DAIGRE, J.-J.

La loi sur la sécurité financière, Paris, Revue Banque éd., Droit fiscalité, 2004.

DECLERCK, F., PORTIER, M.

Comment utiliser les marchés à terme agricoles et alimentaires, Paris, Guides France Agricole, Comprendre, 2^e éd., 2009.

DELOZIÈRE-LE FUR, A.-V.

La compensation dite multilatérale, préface de A. Ghozi, Paris, France, Éd. Panthéon-Assas, LGDJ, 2002.

DEVÈZE, J., et al.

Lamy droit du financement: titres et marchés: ingénierie financière, paiement, crédit, garanties du crédit, Rueil-Malmaison, Wolters Kluwer France-[éd. Lamy], Lamy droit des affaires, 2018.

DU TOT, N.

Histoire du système de John Law (1716 - 1720), Paris, Institut national d'études démographiques, 2000.

DUCOULOUX-FAVARD, C., RONTCHEVSKY, N.

Infractions boursières: Délits boursiers, manquements administratifs, Paris, Joly, Pratique des affaires, 1997.

FARJAT, G.

L'ordre public économique, préface de B. Goldman, Université de Bourgogne, UFR de droit et science politique, LGDJ, 1963, Bibliothèque de droit privé, vol. 37.

GALBRAITH, J. K.

Brève histoire de l'euphorie financière, Paris, Éd. du Seuil, 1992.

GAUDEMEL, A.

Contribution juridique à l'étude des dérivés, préface de H. Synvet, Economica, Université Panthéon-Assas (Paris), 2008, Recherches juridiques, tome 22.

GIDE, C.

Cours d'économie politique. T. 2, Paris : Librairie de la société du Recueil Sirey, 1923.

GOUNOT, E.

Le principe de l'autonomie de la volonté en droit privé contribution à l'étude critique de l'individualisme juridique, thèse, Dijon, 1912.

GUILLOT, G.

Une spéculation agricole au XVIII^e siècle, Evreux, Imp. de l'Eure, 1915.

HERSENT, C., SIMON, Y.

Marchés à terme et options dans le monde, Paris, Dalloz, Gestion - Finances, 1989.

HISUNG-CONVERT, N.

La spéculation boursière face au droit : 1799-1914, préface de B. Gallinato, Paris, LGDJ, 2009, Bibliothèque de Droit privé, tome 511.

HOVASSE, H.

Le droit des marchés à terme de marchandises, Paris, Economica, La Bibliothèque des matières premières, 1987.

JÉGOUREL, Y.

Les produits financiers dérivés, Paris, La Découverte, « Repères », 2017.

JOUYET, J.-P., MÉRIEUX, A.

L'entreprise responsable, Arcueil : Association d'économie financière, 2013.

KEYNES, J. M., DE LARGENTAYE, J., DE LARGENTAYE-SCHRAMECK, H.

Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, Paris, Payot, 2016.

LABARTHE, F.

La notion de document contractuel, préface de J. Ghosh, Paris, LGDJ, 1994, Bibliothèque de droit privé, tome 241.

LARROUMET, C.

Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé, thèse, Bordeaux, 1968.

LE DOLLEY, E. (dir)

Les concepts émergents en droit des affaires, Avant-propos de Gérard Farjat et Erik Le Dolley, Paris, LGDJ-Lextenso éditions, Coll. Droit & Économie, 2010.

LEFEBVRE, P.

Du fonctionnement de la spéculation sur les valeurs de bourse, thèse, Nancy, 1899.

LEFÈVRE, E.

Mémoires d'un spéculateur, Hendaye (France), Valor, 2007.

LEVASSEUR, E.

Recherches historiques sur le système de Law, thèse, Paris, 1854.

L'HOPITALIER BEVIERE, M.-P.

L'analyse juridique du fonctionnement d'un marché à terme : la circulation des contrats, thèse, Nantes, 1999.

LUCAS-PUGET, A.-S.

Essai sur la notion d'objet du contrat, préface de M. Fabre-Magnan, Paris, LGDJ, 2005, Bibliothèque de droit privé, tome 441.

MALHERBE, J.

Liber amicorum Jacques Malherbe, Bruxelles, Belgique, Bruylant, 2006.

MARTIN, D., DEZEUZE, É., BOUAZIZ, F.

Les abus de marché, Lexis Nexis, Manquements administratifs et infractions pénales, 2013.

MARY, J.

Etude juridique du délit de spéculation illicite sur denrées et marchandises et de la réforme des articles 419-420 du Code pénal, thèse, Poitiers, 1923.

MEADEL, J.

Les marchés financiers et l'ordre public, préface de M. Germain, Paris, LGDJ, 2005, Bibliothèque de droit privé, tome 478.

MEDJAOWI, K.

Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers, préface de C. Galvada, Paris, LGDJ, 1994, Bibliothèque de droit privé, tome 262.

MEKKI, M.

L'intérêt général et le contrat, préface de J. Ghestin, Paris, LGDJ, 2003, Bibliothèque de droit privé, tome 411.

MERVILLE, A.-D.

La spéculation en droit privé, thèse, Lille, 2003.

MICHAUD, Y.

Qu'est-ce que la globalisation ?, Paris, Odile Jacob, Université de tous les savoirs, 2004.

MOJUYE, J. B.

L'analyse juridique des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en droits français et américain, thèse, Paris II, Panthéon-Assas, 2003.

MONNIER, A.

Histoire de l'assistance publique dans les temps anciens et modernes, Paris, Guillaumin, 3^e éd., 1866.

MUCCHIELLI, J.-L., MAYER, T.

Économie Internationale, Dalloz, Hyper Cours & travaux dirigés, 2^e éd., 2005.

MULLER, A.-C.

Droit des marchés financiers et droit des contrats, préface de H. Synvet, Paris, Economica, 2007, Recherches juridiques, tome 16.

NEAU-LEDUC, P.

La réglementation de droit privé, préface de T. Revet, Paris, Litec, 1998.

NEJMAN, G.

Les contrats de produits dérivés : aspects juridiques, Bruxelles, Larcier, Les dossiers du journal des tribunaux, 1999.

PAILLER, P.

Le contrat financier, un instrument financier à terme, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2011, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 28.

PELTIER, F.

Marchés financiers & droit commun, Paris, Revue Banque, 1997.

PICHET, E.

Le guide pratique des options et du MONEP, Paris, SEFI, Les pédagogiques, 2018.

PORATAIT, R., PONCET, P.

Finance de marché, Paris, Dalloz, 4^e éd., 2014.

PRAICHEUX, S.

Les sûretés sur les marchés financiers, préface de A. Ghozi, Paris, Revue Banque, 2003.

PROUDHON, P.-J.

Manuel du spéculateur à la bourse, Garnier frères (Paris), 4^e édition, 1857.

RASTIT, R.

De la cause dans les marchés à terme, thèse, Aix-Marseille, 1931.

RIASSETTO, I.

Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif, thèse, Strasbourg, 1999.

ROBINE, D.

La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives, préface de P. Le Cannu, Paris, LGDJ, 2003, Bibliothèque de droit privé, tome 400.

ROCHFELD, J.

Cause et type de contrat, thèse, Paris I, Panthéon-Sorbonne, 1997.

ROUAUD, A.-C.

Contribution à l'étude de l'opération de marché, préface de J.-J. Daigre, Paris, IRJS, 2010, Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, tome 26.

ROUSSILLE, M.

La compensation multilatérale, préface de J. Béguin, Avant-propos de J.-J. Daigre, Paris, Dalloz, 2004, Nouvelle bibliothèque de thèses, tome 59.

SIMON, Y.

Les marchés dérivés : origine et développement, Paris, Economica, Gestion poche, 2^e éd., 1997.

SIMON, Y., MARTEAU, D.

Marchés dérivés de matières premières, Paris, Economica, Collection Finance, 4^e éd., 2017.

SIZARET, H.

Étude sur la spéculation illicite non frauduleuse, thèse, Rennes, 1920.

SOLAL, L.

Les opérations à terme sur marchandises à la bourse de commerce de Paris, thèse, Paris, 1939.

TEYSSIÉ, B.

Les groupes de contrats, préface de J.-M. Mousseron, Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1975, Bibliothèque de droit privé, tome 139.

TIREL, M.

L'effet de plein droit, préface de D. Martin, Paris, Dalloz, 2018, Nouvelle Bibliothèque de Thèses, tome 178.

TORRE-SCHAUB, M.

Essai sur la construction juridique de la catégorie de marché, préface de A. Lyon-Caen, LGDJ, 2000, Bibliothèque de droit privé, tome

VALETTE, D.

Marchés d'options négociables, thèse, Clermont-Ferrand, 1991.

WADDINGTON, W. H.

Edit de Dioclétien établissant le maximum dans l'Empire romain, Paris, F.Didot, 1864.

WITZ, C.

La fiducie en droit français, Economica, 1981.

ARTICLES

AGBAYISSAH, S.

« La garantie des contrats financiers par des sûretés portant sur les matières premières agricoles », *RDBF* 2014, n° 1, p. 105.

AGBAYISSAH, S., MARTIN, D. R.

« Du contrat de liquidité », in *Mélanges AEDBF*, 2004.

AGLIETTA, M.

Audition par l'Assemblée nationale de Mr Michel AGLIETTA, conseiller au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), 2010.

AMADOU, S.

« Bourses d'hier et de demain. Brèves réflexions sur l'évolution des incertitudes sémantiques et juridiques relatives à la notion de marché », in *Mélanges AEDBF - France*, Rev. banque, 1997, p. 13.

« De l'exécution de l'obligation précontractuelle d'information sur les marchés dérivés en France et aux États-Unis », *Bull. Joly Bourse* 1995, n° 6, p. 461.

« La loi de modernisation des activités financières et la légalité des marchés dérivés : chronique sommaire d'une clarification rebelle », *Bull. Joly Bourse* 1997, n° 4, p. 547.

ANCEL, P.

« Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat », *RTD civ.* 1999, n° 4, p. 771.

« Sur une approche nominaliste du contrat », in *Mélanges François Collart Dutilleul*, Dalloz, 2017, p. 5.

ANDREU, L.

« Le nouveau contrat d'adhésion », *AJ Contrats* 2018, n° 6, Dossier : La « réforme de la réforme » du droit des obligations : (I) Le contrat, p. 262.

ARTUS, P.

« Quand la création d'un marché à terme peut-elle déstabiliser le cours au comptant ? », *Rev.éco* . 1990, vol. 41, n° 1, p. 71.

AUCKENTHALER, F.

« Compensation, remise en garantie, cession: le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instrument financier (article 52 de la loi du 2 juillet 1996) », *JCP E* 2005, n° 41, p. 1800.

BAJ, C.

« Le principe de loyauté et le prix de marché », in *Mélanges Daniel Schmidt*, Joly, 2005, p. 1.

BARRIÈRE, F.

« Réflexions sur l'utilité du trading à haute fréquence », *RDBF* 2016, n° 4, dossier n°29, p. 110.

BAUDOUIN, V.

« Loi de sécurité financière : enfin une claire distinction entre contrats financiers à terme et contrats commerciaux à terme sur marchandises », *LPA* 2004, n° 100, p. 5.

BENTEMESSEK KAHIA, N.

« La bulle des Mers du Sud, ou le " too big to fail " avant l'heure », *L'Économie politique* 2010, vol. 48, n° 4, p. 23.

<https://www.cairn.info/revue-l-economie-politique-2010-4-page-23.htm>

BERG, A.

« The rise of commodity speculation: from villainous to venerable », in *Safeguarding food security in volatile global markets* (edited by Adam Prakash), FAO, 2011.

BÉZARD, P.

« La mondialisation et les marchés financiers », *RJ com.* 2001, n° 1, p. 163.

« Les enjeux de la mondialisation dans le domaine agricole vus depuis les pays en développement », *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde* 2005, p. 219.

BLANC, N.

« Contrat d'adhésion et déséquilibre significatif après la loi de ratification », *RDC HS*, juin 2018, Le nouveau droit des obligations après la loi de ratification du 20 avril 2018, p. 20.

BONNEAU, T.

« De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *RTD com.* 1999, n° 2, p. 257.

« Le trading algorithmique : qualification juridique et critères de distinction avec le trading haute fréquence », *RDBF* 2016, n° 4, Dossier n°25, "Le trading algorithmique: entre défis et défiance", p. 96.

« Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *RDBF* 2011, n° 6, Étude 34, p. 13.

« L'ordonnance numéro 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », *Dr. sociétés* 2009, n° 2, Études, Chron. n°3, p. 14.

BORNET, J.-P.

« La notion de marché dans la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers », in *Mélanges Daniel Schmidt*, Joly, 2005, p. 77.

BOSSIN, J.-M., LEFRANC, D.

« La compensation des opérations de marchés à terme », *Rev. Banque* 1994, n° 545, p. 58.

BOUCHETA, H.

« MIF II : microstructure et transparence, le mécanisme de découverte des prix en question », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 6, p. 279.

BOUCHETA, H. T., Maud

« L'adhésion aux chambres de compensation face à l'internationalisation des marchés financiers », *Banque & Droit* 2005, n° 104, p. 9.

BOUGET, D., DESPRÉS, L.

« Marché (économie) », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 421.

BOUSSARD, J.-M.

« Assurances et marchés à terme: similitudes et différences », *Économie rurale* 2001, n° 266, p. 119.

« Une deuxième opinion, Jean-Marc Boussard », in *Droit, économie & marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013.

BOY, L.

« Réflexions sur "le droit de la régulation" », S. 2001, n° 37, p. 3031.

BREHIER, B.

« Les nouvelles régulations bancaires et financières », *Bull. Joly Bourse* 2010, n° 5, p. 426.

BRÉHIER, B.

« Réflexions morales et éthiques autour de la loi de séparation bancaire », *RDBF* 2014, n° 3, Dossier "La banque et la morale", p. 106.

BRÉHIER, B., PAILLER, P.

« La régulation du marché des matières premières », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 3, p. 122.

BROUSSEAU, E.

« L'économiste, le juriste et le contrat », in *Mélanges Jacques Ghestin*, LGDJ, 2000, p. 153.

BUCHER, C.-E.

« Le traitement des situations d'imprévision dans l'ordonnance : il manque la notice », *CCC* 2016, n° 5, dossier 6.

BUISSON, f.

« La transposition de la directive européenne Marchés d'Instruments Financiers (MIF) en droit français », *RTDF* 2007, n° 2, p. 6.

CABRILLAC, M.

« Remarques sur la théorie générale du contrat et les créations récentes de la pratique commerciale », in *Mélanges Gabriel Marty*, Université des sciences sociales, 1978, p. 235.

CAILLEMER DU FERRAGE, A.

« Les dérivés climatiques ou l'alchimie des temps modernes : comment faire de l'or avec de l'eau », *Banque & Droit* 2000, n° 72, p. 3.

CAPELLE-BLANCARD, G.

« Les marchés dérivés sont-ils dangereux ? », *Rev. éco.* 2009, vol. 60, n° 1, p. 157.

<http://www.cairn.info/revue-economique-2009-1-page-157.htm>

CAPELLE-BLANCARD, G., BÉNASSY-QUÉRÉ, A.

« Ventes à découvert et organisation des marchés dérivés », *Rev. Banque* 2010, n° 730 bis, Dossier G20 Seoul Summit 2010, Où en est la réforme du système financier ?

CATILLON, V.

« L'article 1195 du code civil à l'épreuve des instruments dérivés », *RTD com.* 2018, p. 249.

CHALMIN, P.

Compte rendu auprès de l'assemblée nationale - Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies, 2010.

CHÉNÉDÉ, F.

« Le contrat d'adhésion dans le projet de réforme », *D.* 2015, n° 21, p. 1226.

« Le contrat d'adhésion de l'article 1110 du Code civil », *JCP G* 2016, n° 27, p. 1334.

COLIN, A.

« La transmissibilité des instruments financiers à termes », *Gaz. Pal.* 2007, n° 357, p. 9.

COLLART DUTILLEUL, F.

« Heurs et malheurs du droit fondamental à l'alimentation », in *Droits fondamentaux, ordre public et libertés économiques* (F. Collart Dutilleul et F. Riem dir.), Institut universitaire de Varenne, 2013, p. 119.

<https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01081688>

« Quelle place pour le contrat dans l'ordonnancement juridique ? », in *La nouvelle crise du contrat* (dir. C. Jamin et D. Mazeaud), D., Coll. Thèmes et Documentaires, 2003, p. 225.

COLLART DUTILLEUL, F., PIRONON, V.

« Droit économique et sécurité alimentaire. Introduction », *RIDE* 2012, vol. XXVI, n° 4, p. 5.

<https://www.cairn.info/revue-internationale-de-droit-economique-2012-4-page-5.htm>

CONSTANTIN, A.

« Les outils contractuels de gestion des risques financiers », *RDBF* 2010, n° 6, p. 32.

CORDIER, J.

« Assurance, marchés financiers et puissance publique », *Économie Rurale* 2001, n° 266, p. 111.

« Les fondamentaux des marchés de matières premières agricoles, la volatilité des prix et le besoin de régulation », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013.

COURET, A.

« L'appréhension du risque financier par le droit », *D.* 1990, chron., p. 135.

CROSS, A. P., LOOKADOO, P. G.

« L'impact de la loi Dodd-Frank sur les dérivés de matières premières », *Rev. Banque* 2011, n° 734, p. 35.

DAIGRE, J.-J.

« L'obligation prétorienne de mise en garde a-t-elle vocation à survivre ? », *RTDF* 2009, n° 4, p. 108.

« La fin des "bourses" », *RDBF* 2003, n° 2, p. 83.

« Le Conseil constitutionnel sanctionne le cumul des sanctions... », *Rev. Banque* 2015, n° 160, p. 3.

« Les rapports entre une entreprise de marché et ses membres sont-ils de nature contractuelle ? », *JCP E* 2002, n° 23, p. 889.

« Les systèmes multilatéraux de négociation », *RTDF* 2006, n° 1, p. 119.

« Non cumul des poursuites et des peines : sauver l'essentiel ? », *Rev. Banque* 2015, n° 159, p. 3.

DAIGRE, J.-J., PAILLER, P.

« Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », *Rev. sociétés* 2009, n° 1, p. 37.

D'AVOUT, L.

« De l'utilité résiduelle du droit commun en matière de transfert d'actions et autres titres financiers », Comm. de Cass. com. 5 mai 2009, D., 2010, p. 123.

DE BROUWER, F.

« EMIR : état des lieux de la mise en oeuvre et défis majeurs à venir », *Bull. Joly Bourse* 2014, n° 111, p. 237.

DE LUMMEN, A.

« Contribution à l'étude des dérivés de crédit », *Banque & Droit* 2001, n° 75, p. 14.

DE NAYER, M.-C.

« La formation du prix dans les introductions en bourse et les privatisations », in *Études sur le cours de bourse*, Economica, 1997, p. 81.

« L'unicité de prix », *Bull. Joly Bourse* 1993, n° 3, p. 267.

DE NAYER, M.-C., MARIN, J.-C.

« La garantie de bonne fin due par la chambre de compensation sur les marchés à terme », *RDBB* 1991, n° 23, p. 15.

DE VAUPLANE, H.

« Brefs propos sur le concept de chambre de compensation en bourse », *Bull. Joly Bourse* 1994, n° 4, p. 358.

« La spéculation boursière dans le droit et la littérature française du XIX^e siècle », *LPA* 2006, n° 234, p. 5.

« Les notions de marché », *RDBB* 1993, n° 36, p. 62.

« Lutte contre la spéculation : le retour aux vieilles recettes », *Rev. Banque* 2008, n° 706, p. 79.

« Morale et bourse : un long malentendu », in *Mélanges Daniel Schmidt*, Litec, 2004, p. 221.

« Quelle régulation pour les marchés financiers? », *Rev. Banque* 2007, n° 696, p. 83.

« Révision de la MIF : une chance oubliée de corriger les excès des marchés », 2011, n° 733, p. 76.

DE VAUPLANE, H., BORNET, J.-P.

« le défi de la transposition de la DSII, I et II », *Bull. Joly Bourse* 1996, n° 4, p. 83.

« Réflexions pour une approche globale des opérations de marché », *RDBB* 1994, n° 46, p. 248.

DE VAUPLANE, H., DAIGRE, J.-J.

« Règles de fonctionnement de LCH. Clearnet – Analyse juridique du rôle de la chambre de compensation », *Banque & Droit* 2001, n° 77, p. 38.

DE VAUPLANE, H., MARIOT-THOREAU, D.

« Limiter les effets de la spéculation sur les biens vitaux de l'Homme », *Rev. Banque* 2009, n° 711, p. 84.

DE VAUPLANE, H., SIMART, O.

« La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA », *RDBB* 1996, n° 56, p. 158.

DE VAUPLANE, H. M.-T., Delphine

« Les marchés à terme sont-ils encore intègres face aux excès de la spéculation? », *Rev. Banque* 2008, n° 707, p. 85.

DEL CONT, C.

« Marché (Droit) », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 420.

DELANGLE, C.

« Le nouveau dispositif du Code civil consacré au contrat d'adhésion », *JCP E* 2017, n° 35, Affaires 1452, Dossier "Contrat d'adhésion" sous la direction de Laura Sautonie-Laguionie (pages 24 à 36), p. 25.

DELMAS-MARTY, M.

« Droit et mondialisation », in *Géopolitique et mondialisation*, Odile Jacob, Coll. Université de tous les savoirs, 2002, p. 19.

DELPECH, X.

« Vers une « réforme de la réforme » du droit des contrats au nom de la Finance ? », *AJ contrat* 2017, n° 8, p. 352.

DEPRAS, D.

« Dérivés sur produits de base : pourquoi en faire des instruments financiers au sens de la DSF ? », *Rev. Banque* 2003, n° 647, p. 20.

DESPLAT, S., GIZARD, B.

« Le trading haute fréquence et l'intégrité du marché », *RDBF* 2013, n° 2, dossier 20, p. 89.

DEZEUZE, E.

« Bref survol des contours du délit de manipulation des cours », *Actualité Juridique Droit Pénal (AJDP) Dalloz* 2011, n° 2, p. 61.

« Le trading algorithmique : entre défis et défiance », *RDBF* 2016, n° 4, dossier 30, p. 95.

DIDIER, P.

« Pluralité et concurrence dans le secteur des plates-formes de négociation de titres », in *Études à la mémoire du professeur Bruno OPPETIT*, Lexis Nexis, 2010, p. 161.

DRUMMOND, F.

« Actualité des abus de marché : propos conclusifs », in *Colloque "Actualité des abus de marché"*, RDBF, 2013, n°2, p. 99.

« Le contrat comme instrument financier », in *L'avenir du droit, Mélanges en hommage à François Terré*, Dalloz, 1999, p. 661.

DUCOULOUX-FAVARD

« Où confine le marché boursier ? », *LPA* 1996, n° 5, p. 52.

DUCOULOUX-FAVARD, C.

« Dématérialisation des actifs financiers », *RLDA* 2007, n° 17, p. 71.

« INFRACTIONS BOURSIÈRES - Délits et manquements boursiers », *Jurisclasseur Banque - Crédit - Bourse* 2013, Fascicule 1600.

« La marche du temps réel en bourse », *Bull. Joly Bourse* 2001, n° 3, p. 222.

DUROX, S.

« Du market making à la tenue de marché : les prix de la liquidité sur les bourses de valeurs de Londres et de Paris », in *Études sur le cours de bourse (dir. J. Stoufflet et J.-P. Deschanel)*, Economica, 1997, p. 97.

FABRE-MAGNAN, M.

« Le devoir d'information dans les contrats : essai de tableau général après la réforme », *JCP G* 2016, n° 25, p. 1218.

FARJAT, G.

« La notion de droit économique », *Archives de philosophie du droit* 1992, vol. 37, p. 27.

FAVERO, M.

« De la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu », *JCP E* 2005, n° 10, p. 424.

« De la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu », *JCP E* 2015, n° 10, p. 405.

« De l'intérêt d'un nouveau contrat nommé : "le contrat de transfert de risques" », *JCP G* 2010, n° 49, p. 2308.

« Pour un nouveau contrat nommé : "le contrat d'échange de risques" », *jCP E* 2010, n° 42, p. 1899.

FLEURIET, M.

« Marchés des matières premières : Like a rolling... yield », *Rev. Banque* 2010, n° 730 bis, G20 Seoul Summit 2010, Où en est la réforme du système financier ?

FOLCO, J.-P.

« marchés de matières premières, ne nous trompons pas de cible ! », *Rev. Banque* 2011, n° 290.

FORIN, B.

« La financiarisation des matières premières agricoles... Maladie Hollandaise ou Passage Obligé du Néolithique au 21^e siècle », *jam. pub.* 2010.

FRISON-ROCHE, M.-A.

« Appliquer le droit de la régulation au secteur agricole », *RLC* 2005, n° 4, p. 126.

« Des régulateurs publics plutôt que privés », *Acteurs publics* 2012.

« Esquisse d'une sociologie du droit boursier », *L'année sociologique* 1999, n° 49, p. 457.

« Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers », *Banque & Droit* 1995, n° 41, p. 46.

« Le droit de la régulation », *S.* 2001, n° 7, p. 610.

« Le droit renouvelé par les marchés financiers », *Culture Droit* 2005, dossier Régulation des marchés, p. 42.

« Les différentes définitions de la régulation », *RCC* 1998, vol. 103, p. 42.

« L'indétermination du prix », *RTD civ.* 1992, n° 2, p. 269.

« Quelles autorités de régulation pour les marchés de matières premières agricoles », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 267.

« Qu'est-ce qu'un prix en droit ? Du droit des contrats au droit de la régulation », in *Etudes à la mémoire de Fernand-Charles Jeantet*, LexisNexis, 2010, p. 81.

FRISON-ROCHE, M.-A., NUSSEMBAUM, M.

« Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré », *RJDA* 1997, n° 8-9, p. 679.

GAFFET, B.

« Rapport sur les méthodes de compensation », *Rev. Banque* 1990, n° 505, p. 492.

GALTIER, F.

« Gérer l'instabilité des prix alimentaires », *Revue Tiers Monde* 2012, n° 211, p. 51.

GAUDEMEL, A.

« Quel encadrement normatif pour les marchés dérivés de matières premières agricoles ? », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 213.

GAURIER, D.

« Annone », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 86.

« Contrôle des prix », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 209.

GAUTIER, P.-Y.

« Faut-il avoir confiance dans la réforme ? », *RDC* 2015, n° 111, p. 666.

« Passions et raison du droit en matière de jeux d'argent », *Pouvoirs* 2011, n° 139, p. 91.

<https://www.cairn.info/revue-pouvoirs-2011-4-page-91.htm>

GAUVAIN, A.

« Contrat à terme sur marchandises et instruments financiers : alignement de la DSU sur la loi MAF », *Banque & Stratégie* 2003, n° 201.

GENICON, T.

« Défense et illustration de la cause en droit des contrats, À propos du projet de réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations », *D.* 2015, p. 1551.

GERONIMI, V., MAÎTRE D'HÔTEL, E.

« Introduction – Les évolutions récentes des cours des matières premières agricoles », *Revue Tiers Monde* 2012, n° 211, p. 7.

GHESTIN, J.

« La notion de contrat », *D.* 1990, chron. n° 147.

« Le contrat en tant qu'échange économique », *rev. éco. ind.* 2000, n° 92, p. 81.

GHOSH, J.

« Commodity speculation and the food crisis », in *Excessive Speculation in Agriculture Commodities*, IATP, 2011.

GIVRY, A.

« La régulation du trading haute fréquence », *RDBF* 2016, n° 4, dossier n°27, p. 102.

GIZARD, B.

« La détermination des cours en Bourse de Paris », in *Études sur le cours de bourse*, Economica, 1997, p. 23.

« Le trading algorithmique : entre défis et défiance », *RDBF* 2016, n° 4, dossier 24, p. 95.

GODIER, V.

« Commençons par standardiser la transparence », *Rev. Banque* 2011, n° 734, Dossier : Matières premières : la faute aux marchés ?

GRIFFON, M.

« La crise alimentaire de 2008 constitue-t-elle un signal de rareté pour l'avenir ? », in *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde - Les enjeux et conséquences de la crise*, AEF, 2009.

GRIMALDI, C.

« Quand une obligation d'information en cache une autre : inquiétudes à l'horizon.. », *D.* 2016, n° 18, p. 1009.

GRUA, F.

« Les Effets de l'aléa et la distinction des contrats aléatoires et des contrats commutatifs », *RTD civ.* 1983, p. 236.

GUILLOTREAU, P.

« Valeur et juste prix des produits alimentaires dans une économie de services », 2009.

HAMMJE, P.

« L'ordre public de rattachement », *Travaux du comité français de droit international privé* 2009, Séance du 23 novembre 2007, p. 153.

HARRIS, E. B.

« History of the Chicago Mercantile Exchange », in *Futures trading in livestock: origins and concepts* (dir. H.-H. BAKKEN), Mimir Publishers, 1970.

HOVASSE, H.

« Les aspects juridiques et fiscaux de la globalisation des marchés financiers », *Dr. sociétés* 2000, n° 7, chron. 15, p. 7.

« Marchés à terme de marchandises », in *Encyclopédie Dalloz - Droit international Privé*, D. 1998, p. 1.

HUCHET-BOURDON, M.

« Est-ce que la volatilité des prix des matières premières agricoles augmente ? », *OECD Food, Agriculture and Fisheries Papers* 2011, n° 52.

JACOB, V., HUDSON, K.

« Le monde financier a-t-il changé », *Rev. Banque* 2001, n° 734.

JACQUET, P.

« Volatilité des prix et développement agricole », *Secteur privé et développement* 2012, n° 13, p. 10.

JAMIN, C.

« Théorie générale du contrat et droit des secteurs régulés », *D.* 2005, n° 34, p. 2342.

JANIN, P.

« Les « émeutes de la faim » : une lecture (géo-politique) du changement (social) », *Politique étrangère* 2009, vol. Eté, n° 2.

<https://www.cairn.info/revue-politique-etrangere-2009-2-page-251.htm>.

JEANTIN, M.

« Le droit financier des biens », in *Prospectives du droit économiques. Dialogues avec Michel Jeantin*, D., 1999, p. 3.

JESTAZ, P.

« Rapport de synthèse », in *La nouvelle crise du contrat*, Dalloz, 2003, p. 258.

KALDOR, N.

« Spéculation et stabilité économique (1939) », *Revue française d'économie* 1987, vol. 2, n° 3, p. 115.

KARYOTIS, C.

« Histoire de la compensation : de la monnaie aux titres », *Rev. éco. fin.* 2008, n° 91, p. 77.

KWASIGAN AGBA, A.

« La couverture en droit financier. Étude des financements structurés et de la gestion structurée au regard du droit des sûretés et du droit des contrats », *RTDF*, n° 3, p. 78.

LAFORGE, S., SIMON, Y.

« La globalisation des marchés à terme et des marchés d'options », *Rev. Banque* 1988, n° 480, p. 124.

LAGARDE, X.

« Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme ? », *JCP G* 2005, n° 44, p. 2045.

« Observations critiques sur la renaissance du formalisme », *JCP G* 1999, n° 40, DOCTR. 170, p. 1767.

« Sur l'utilité de la théorie de la cause », *S.* 2007, n° 11, p. 740.

LAGUÉRODIE, S., VERGARA, F.

« The Theory of Price Control: Galbraith's Contribution », in *The Legacy of John Kenneth Galbraith*, Review of Political Economy 2008.

LARROUMET, C.

« De la cause de l'obligation à l'intérêt au contrat (à propos du projet de réforme du droit des contrats) », *S.* 2008, n° 35, p. 2441.

LAUDE, A.

« La fongibilité », *RTD com.* 1995, n° 2, p. 307.

LAUTMAN, J.

« La spéculation, facteur d'ordre ou de désordre ? », *Revue française de sociologie* 1969, vol. 10, n° 1, p. 608.

LE FUR, A.-V., SCHMIDT, D.

« La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », *D.* 2015, n° 15, p. 894.

LE NABASQUE, H.

« Modification de la liste des instruments financiers à terme », *RDBF* 2007, n° 5, p. 69.

LE NABASQUE, H., PORTIER, M.

« La nouvelle nomenclature des instruments financiers issue de la directive MIF du 21 avril 2004 », in *De la loi MAF à l'ordonnance MIF*, Coll. *Bull. Joly Bourse*, 2007, p. 551.

LÉAUTÉ, J.

« Les contrats-types », *RTD civ.* 1953, n° 1, p. 429.

LEMARCHAND, S.

« Le devoir général d'information : un impact majeur dans la formation des contrats informatiques », *Dalloz IP/IT* 2016, n° 5, p. 233.

LEQUETTE, S.

« Le champ contractuel - Réflexions à partir de la rentabilité économique », *RDC* 2016, p. 135.

LOISEAU, G.

« Typologie des choses hors du commerce », *RTD civ.* 2000, n° 1, p. 47.

LUBOCHINSKY, C.

Audition par l'Assemblée nationale de Mme Catherine LUBOCHINSKY, professeur à l'Université Panthéon-Assas, 2010.

« Marchés de produits dérivés : évolution et analyse économique », *Rev. éco. fin.* 1993, n° 24, p. 43.

LUCAS DE LEYSSAC, C.

« Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. Affaires* 1998, suppl. au n°133, p. 1567.

LUGUENOT, F.

« Marchés agricoles : les fluctuations de prix menacent-elles les équilibres mondiaux ? », *Banque & Stratégie* 2011, n° 290, Dossier : Les marchés de matières premières agricoles en quête d'efficience.

MACKO, E.

« Les concepts fondamentaux d'un marché à terme d'instruments financiers », *Rev Banque* 1985, n° 455, p. 1034.

MAISON-BLANCHE, C.

« Transposition en droit interne français de la directive 2004/39/CE concernant les marchés financiers du 21 avril 2004 : la place des marchés réglementés dans le nouveau dispositif », *RTDF* 2006, n° 2, p. 119.

MALAURIE, P.

« Le droit civil français des contrats à la fin du XX^e siècle », in *Mélanges Michel Cabrillac*, Litec, 1999, p. 187.

MAZEAUD, D.

« Constats sur le contrat, sa vie, son droit », *LPA* 1998, n° 54, p. 8.

MAZEAUD, D., REVET, T.

« Éditorial », *RDC* 2007.

MEKKI, M.

« Fiche pratique sur le clair-obscur de l'obligation précontractuelle d'information », *Gaz. Pal.* 2016, n° 14, p. 15.

« Fiche pratique sur le contrat d'adhésion », *Gaz. Pal.* 2016, n° 12, Note sous Ordinance numéro 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, p. 16.

MERKIN, C., DE SAINT MARS, B.

« La garantie de bonne fin de la chambre de compensation du marché des valeurs mobilières », *RDBB* 1994, n° 42, p. 2.

« Le transfert de propriété sur le marché des valeurs mobilières », *RDBB* 1994, n° 44, p. 163.

MERVILLE, A.-D.

« Typologie des contrats à terme », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 57.

MESTRE, J.

« L'ordre public dans les relations économiques », in *L'ordre public à la fin du XX^e siècle*, Dalloz, 1996, p. 33.

MEYER, B.

« Marché de matières premières : une utilité majeure pour couvrir les risques des producteurs et des consommateurs », *Rev. Banque* 2001, n° 736 HS.

MOURY, J.

« De l'indivisibilité des obligations et des contrats », *RTD civ.* 1994, n° 2, p. 255.

MOUSSERON, J.-M.

« La gestion des risques par le contrat », *RTD civ.* 1987, n° 87, p. 481.

MOUY, S.

« Normes documentaires pour produits dérivés : la nouveauté », *Rev. Banque* 1994, n° 548, p. 40.

MULLER, A.-C.

« Les acteurs des marchés financiers », *Droit et patrimoine* 2014, n° 236, p. 86.

« Les opérations de marché », *Droit et patrimoine* 2014, n° 236, p. 93.

MURPHY, A. E., MOUSLI, M.

« John Law et la bulle de la Compagnie du Mississippi », *L'Économie politique* 2010, n° 48, p. 7.

MUSSELLI, I.

« La régulation des cours et des marchés des produits de base : vers une nouvelle architecture internationale ? », *JDI* 2012, n° 3, p. 903.

NAJJAR, I.

« La couverture du marché à terme », *S.* 1993, n° 7, p. 45.

NEAU-LEDUC, P.

« À propos de la réglementation des activités financières », in *Mélanges Michel Cabrillac*, Litec, 1999, p. 499.

NINET, J.

« Les déterminants récurrents de la formation des bulles financières », *Économie appliquée* 2004, vol. 57, n° 2, p. 105.

NORD-WAGNER, M.

« La double sanction des infractions boursières à l'épreuve du principe non bis in idem », *AJ Pénal* 2011, n° 2, p. 67.

NUSSENBAUM, M.

« Les sources de risque et de sécurité sur les marchés financiers de produits dérivés », *LPA* 1996, n° 56, p. 5.

PACLOT, Y.

« L'introuvable notion d'instrument financier », *RDBF* 2008, n° 4, repère 10, p. 1.

PAILLER, P.

« Condamnation par la Commission des sanctions de l'AMF de pratiques dites de « layering » », *RDBF* 2014, n° 6, Comm. 221, p. 60.

« Existe-t-il une notion d'instrument financier à terme ? », *RTDF* 2010, n° 4, p. 36.

« Le nouveau droit financier des contrats sur matières premières », *RDBF* 2015, n° 2, alerte 6., p. 6.

« Le rôle du terme et du sous-jacent dans la formation du prix, Analyse juridique », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 75.

« Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) », *RDBF* 2012, n° 2, étude 4, p. 9.

PARACHKÉVOVA, I., TELLER, M.

« Légitimité et utilités de la spéculation », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 33.

« Matières premières agricoles », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 430.

PARACHKÉVOVA, I., TELLER, M., DESPRÉS, L.

« Spéculation », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 641.

PARENT, G., MORALES, S.

« Sécurité alimentaire », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 618.

PECK, A. E.

« The economic role of traditional commodity futures markets », in *Futures Markets: Their Economic Role*, Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1985.

PELTIER, F.

« Du netting et de la compensation ou l'affirmation d'un droit spécial », *RDBB* 1994, n° 42, p. 53.

« Les entreprises de marché », in *La modernisation des activités financières*, Joly, Coll. Pratique des affaires, 1996, p. 117.

PFAUWADEL, G.

« La sécurité financière du MATIF », *Rev. éco. fin.* 1991, vol. 19, n° 4, p. 147.

PICHET, E.

« Who Killed the WINEFEX?: Autopsy of the Bordeaux Wine Futures Contract », 2010.

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1588753.

PIRONON, V.

« Marchés internationaux », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart Dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 426.

PISANI, E., CHATELLIER, V.

« La faim dans le monde, le commerce et les politiques agricoles », *RFE* 2010, vol. XXV, n° 1, p. 228.

PONTON-GRILLET, D.

« La spéculation en droit privé », *S.* 1990, p. 157.

PORTIER, M., GENTILE, P.

« Les marchés à terme et la gestion du risque agricole », in *Agriculture et finances - Quelle régulation pour allocation optimale des capitaux ?*, Cahier Demeter n°14, 2012, p. 89.

POSTHUMUS, N. W.

« The Tulipmania in Holland in the Years 1636 and 1637 », in *Journal of Economic and Business History*, 1929.

PRAICHEUX, S., MOUSSERON, P.

«...Et le risque devint produit », in *Mélanges AEDBF-France V*, Rev. banque, 2008, p. 407.

PUIG, P.

« La phase précontractuelle », 2016, n° 258, p. 52.

RACINE, J.-B.

« Droit économique et lois de police », *RID éco.* 2010, n° 1, p. 61.

RACINE, J.-B., BRÉGER, T.

« Ordre public », in *Dictionnaire juridique de la sécurité alimentaire dans le monde* (dir. F. Collart dutilleul et J.-P. Bugnicourt), Larcier, 2013, p. 467.

RACINE, J.-B., SIIRIAINEN, F.

« Retour sur l'analyse substantielle en droit économique », *RID éco.* 2007, n° 3, p. 259.

<http://www.cairn.info/revue-internationale-de-droit-economique-2007-3-page-259.htm>

RAOUL, S.

« Gestion d'actifs : Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs des marchés de matières premières », *Rev. Banque* 2011, n° 734.

REVET, T.

« L'achèvement de la réforme du droit commun des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, regard général », *RDC HS*, juin 2018, Le nouveau droit des obligations après la loi de ratification du 20 avril 2018, p. 4.

« Les différentes ventes », *JCP E* 1995, n° 46, p. 8.

RIASSETTO, I.

« Le « faith-based », un concept en droit bancaire et des marchés financiers », in *Les concepts émergents en droit des affaires* (dir. Erik Le Dolley), Paris, LGDJ-Lextenso éditions, Coll. Droit & Économie, p. 163.

« Fonds éthiques et sociétés commerciales », in *Mélanges D. Schmidt*, Paris, Joly, 2005, p. 299.

RIBS, J.

« Le Conseil d'État et les marchés financiers », *LPA* 1995, n° 118, p. 4.

RIFFAULT, J.

« La réglementation des marchés financiers dans le cas particulier de l'abus de marché », *RID comp.* 1998, vol. 50, n° 2, p. 629.

RONTCHEVSKY, N.

« Le Conseil constitutionnel met fin au cumul de poursuites et de sanctions pénales et administratives pour manquement et pour délit d'initié et impose une réforme du cadre répressif des abus de marché », *RTD com.* 2015, note sous CC n° 2015-453/454 et 2015/462, p. 317.

RONTCHEVSKY, N., STORCK, M.

« Des ordonnances pour rendre la place financière de Paris plus attractive : refonte du droit des titres et substitution de l'offre au public de titres financiers à la notion d'appel public à l'épargne », *RTD com.* 2009, n° 2, p. 397.

ROUAUD, A.-C.

« La faculté de désengagement dans l'opération de marché à terme », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 103.

« Le moment du transfert de propriété des titres financiers négociés sur le marché réglementé », *RTDF* 2009, n° 4, p. 110.

« Retour sur la nature de l'intervention de la chambre de compensation : garante ou contrepartie centrale ? », *RTDF* 2010, n° 3, p. 142.

ROUGÉ, J.-F.

« La spéculation : règles du jeu », *LPA* 1993, n° 94, p. 16.

ROUSSILLON-MONTFORT, M.-A.

« Les marchés à terme agricoles en Europe et en France », *Notes et études économiques* 2008, n° 30, p. 99.

RUET, L.

« Du principe de rivalité », *S.* 2002, n° 41, p. 3086.

« Estoppe et ordres de bourse », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 12, p. 613.

« Les 4 fonctions du prix », *LPA* 2005, n° 144, p. 4.

« Manipulation de cours : comment un simple particulier peut fausser les cours de bourse de sociétés cotées afin de provoquer des baisses artificielles », *LPA* 2006, n° 258, p. 3.

« Un revirement historique : la couverture n'a plus pour finalité la seule protection du marché et des prestataires, mais aussi et surtout la protection des donneurs d'ordre », *LPA* 2008, n° 113, p. 9.

SAVATIER, R.

« L'ordre public économique », *D.* 1965, chron., p. 37.

SAVAUX, É.

« La dilution des catégories », in *Forces subversives et forces créatrices en droit des obligations*, Dalloz, 2005, p. 33.

SEEGER, C. M.

« The Development of Congressional Concern about Financial Futures Markets », in *Futures Markets: Regulatory Issues* (dir. Anne E. Perk), 1985.

SHENG, A.

« Démutualisation des Bourses : une condition préalable à une nouvelle capacité d'innovation ? », *Rev. éco. fin.* 2006, n° 82, p. 157.

http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecofi_0987-3368_2006_num_82_1_4046

SIMON, Y., LAUTIER, D.

« la volatilité des prix des matières premières », *Rev. éco. fin.* 2004, n° 74, p. 45.

http://www.cereg.dauphine.fr/cahiers_rech/cereg200315.pdf

SMITH, W. H.

« La multicotation des instruments financiers », in *Etudes sur le cours de bourse*, Economica, 1997, p. 149.

SOUFFLET, J. F., LAURET, F.

« Les marchés physiques et l'organisation des marchés », *Économie rurale* 1985, n° 165, p. 3.

http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/ecoru_0013-0559_1985_num_165_1_3119

SPASSOVA, V.

« Les lois contre les restrictions de la concurrence dans l'ancienne common law. Un essai de décryptage de l'évolution de la doctrine légale ».

ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/cgm/wpaper/DR_41_0607_Spassova.pdf

STANZIANI, A.

« Accaparement et spéculation sur les denrées alimentaires : au-delà de la pénurie », in *Profusion et pénurie: Les hommes face à leurs besoins alimentaires* (dir. Martin Bruegel), Presses universitaires, 2009, p. 84.

<http://pur.revues.org/252>

« Comment le droit définit le marché », *RHMC* 2004, n° 51, p. 199.

http://www.cairn.info/article.php?ID_ARTICLE=RHMC_513_0199

STÉPHAN, P.

« Le cours de Bourse : Les cours sur MATIF », in *Etudes sur le cours de bourse*, Economica, 1997, p. 51.

STÉPHAN, P., AMADOU, S.

« Marchés dérivés et gestion de risques financiers : compétence et devoir des dirigeants sociaux », *Bull. Joly Bourse* 1995, n° 2, p. 95.

STORCK, M.

« La responsabilité encourue pour le défaut d'exigence de couverture d'opérations à terme », *D.* 1992, chron., p. 71.

STOUFFLET, J.

« La manipulation de cours », in *Etudes sur le cours de bourse*, Economica, 1997, p. 133.

SYNVET, H.

« Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? Introduction », *RDBF* 2009, n° 1, étude 3, p. 24.

TECHER, S.

« Décryptage - La financiarisation des marchés des matières premières : du mythe à la réalité », *Rev. Banque* 2014, n° 778 Bis (HS), 15.

TERRAY, J.

« Les aspects juridiques des opérations sur les marchés organisés », *Banque & Droit* 1995, n° 39, p. 17.

TERRÉ, F.

« Le contrat à la fin du XX^e siècle », *RSMP* 1995, p. 299.

THIBIERGE-GUELFUCCI, C.

« De l'élargissement de la notion de partie au contrat... à l'élargissement de la portée de l'effet relatif », *RTD civ.* 1994, n° 2, p. 275.

« Libres propos sur la transformation du droit des contrats », *RTD civ.* 1997, n° 2, p. 357.

THIVEAUD, J.-M.

« Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique : des sociétés antiques à la création de la bourse de Paris, en 1724 », *Rev. éco. fin.* 1998, n° 48, p. 21.

« Marché à terme et principe de solidarité : La bataille de Sadowa à la Bourse de Paris », *Rev. éco. fin.* 1991, vol. 19, n° 4, p. 241.

« Monnaie, État, marché : histoire et dérivations », *Rev. éco. fin.* 1993, vol. 24, 1, p. 313.

TOMASI, M.

« Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché », *Mélanges AEDBF-France IV* 2004, p. 444.

TORCK, S.

« Quel contrôle du risque-prix par le marché ? », in *Droit, Économie et Marchés de matières premières agricoles*, LGDJ, Coll. Droit & Économie, 2013, p. 233.

TOURNAFOND, O.

« L'influence du motif illicite ou immoral sur la validité du contrat. À propos de l'arrêt de la première Chambre civile de la Cour de cassation du 7 octobre 1998 », *S.* 1999, n° 22, chron., p. 237.

VALETTE, D.

« Le cours de bourse - Réflexions autour d'une réalité juridique », in *Études sur le cours de bourse*, Economica, 1997, p. 1.

VALLUIS, B.

« L'agriculture sous l'empire de la finance », in *Agriculture et Finances - Quelle régulation pour allocation optimale des capitaux*, Cahier Demeter n°14, 2012, p. 9.

VIEILLEFOND, E.

« Des limites de position pour optimiser le processus de formation des prix », *Rev. Banque* 2011, n° 734.

VOITURIEZ, T.

« La spéculation est-elle coupable ? », *Rev. Banque* 2011, n°734, 31-32.

OUVRAGES ÉTRANGERS

BAKKEN, H. H.

Futures Trading: Origin, Development and Present Economic Status, Mimir Publishers, 1966.

BOYLE, J. E.

Speculation and the Chicago Board of trade, New York, The Macmillan company, 1920.

<http://archive.org/details/speculationchica00boylrich>

CARSWELL, J.

The south sea bubble, 1960.

CHANCELLOR, E.

Devil take the hindmost : a history of financial speculation, Plume book, 1999.

EMERY, H. C.

Speculation on the stock and produce exchanges of the United States, sn, 1896.

GIFFEN, R.

Economic inquiries and studies, G. Bell and Sons, London, 1904.

<https://archive.org/details/economicinquirie01giff>

GOETZMANN, W. N., ROUWENHORST, K. G.

The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets, Oxford University Press, 2005.

GOSS, B. A., YAMEY, B. S.

The Economics of futures trading: readings, London, The Macmillan Press, 2nd éd., 1978.

HIERONYMUS, T. A.

Economics of futures trading, for commercial and personal profit, Commodity Research Bureau, 1971.

HORWITZ, M. J.

The transformation of American law, 1780-1860, Harvard university press, 1977.

IRWIN, H. S.

Evolution of futures trading, Mimir Publishers, 1954.

ITO, T.

The Japanese economy, The MIT press, London, 1992.

KNIGHT, F. H.

Risk, Uncertainty and Profit, Cosimo, Inc., 2006.

KREITNER, R.

Calculating Promises: The Emergence of Modern American Contract Doctrine, Stanford University Press, 2006.

LÉVY, J.-P.

The economic life of the ancient world, University of Chicago Press, 1967.

LURIE, J.

The Chicago Board of Trade, 1859-1905: the dynamics of self-regulation, 1979.

MARKHAM, J.

The history of commodity futures trading and its regulation, Praeger, 1987.

Manipulation of Commodity Futures Prices - The Unprosecutable Crime, Yale Journal on Regulation, n°2, 2010.

MARKHAM, J. W.

Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation, M.E. Sharpe, Faculty Books, Armonk, NY, 2015.

MASTERS, M. W., WHITE, A. K.

The accidental hunt brothers - how institutional investors are driving up food and energy prices, 2008.

www.accidentalhuntbrothers.com

POSNER, R. A.

Economic analysis of law, Wolters Kluwer Law & Business, 9th ed., 2014.

SOLBERGER, E.

The business and administrative correspondence under the kings of Ur, J. J. Augustin, 1966.

SWAN, E. J.

Building the global market : a 4000 year history of derivatives, Kluwer Law International, 2000.

TAYLOR, C. H.

History of the Board of Trade of the City of Chicago, Chicago, R.O. Law, 1917.

<http://archive.org/details/historyofboardof03tayl>

USHER, A. P.

The history of the grain trade in France, 1400-1710, Cambridge, Harvard University Press, 1913.

<http://archive.org/details/historyofgraintr00usherich>

ARTICLES ÉTRANGERS

The Yale Law journal

« Federal Regulation of Commodity Futures Trading », *The Yale Law journal* 1951, vol. 60, n°5, p. 822.

University of Chicago Law Review

« Manipulation of Commodity Futures Prices: The Great Western Case », *University of Chicago Law Review* 1953, vol. 21, p. 94.

BRORSEN, B. W., FOFANA, N. F.

« Success and failure of agricultural futures contracts », *Journal of Agribusiness* 2001, vol. 19, n° 2, p. 129.

CAMPBELL, D. A.

« Trading in Futures Under the Commodity Exchange Act », *Georges Washington Law Review* 1957, vol. 26, p. 215.

CARLTON, D. W.

« Futures markets: Their purpose, their history, their growth, their successes and failures », *Journal of Futures Markets* 1984, vol. 4, 3, p. 237.

GARBER, P. M.

« Famous First Bubbles », *The Journal of Economic Perspectives* 1990, vol. 4, n° 2, p. 35.

GHOSH, J.

« The Unnatural Coupling: Food and Global Finance », *Journal of Agrarian Change* 2010, vol. 10, n° 1, p. 72.

IRWIN, S. H.

« The Nature of Risk Assumption in the Trading on Organized Exchanges », *The American Economic Review* 1937, vol. 27, n° 2, p. 267.

IRWIN, S. H., SANDERS, D. R.

« Index Funds, Financialization, and Commodity Futures Markets », *Applied Economic Perspectives and Policy* 2011, vol. 33, n° 1, p. 1.

JACKS, D. S.

« Populists versus theorists: Futures markets and the volatility of prices », *Explorations in Economic History* 2007, vol. 44, n° 2, p. 342.

JENSEN, R. T., MILLER, N. H.

« Giffen Behavior and Subsistence Consumption », *The American economic review* 2008, vol. 98, n° 4, p. 1553.

KOEHN, D., WILBRATTE, B.

« A Defense of a Thomistic Concept of the Just Price », *Business Ethics Quarterly* 2012, vol. 22, n° 3, p. 501.

KREITNER, R.

« Speculations of Contract, or How Contract Law Stopped Worrying and Learned to Love Risk », *Columbia Law Review*, 2000, vol. 100, n° 4, p. 1096.

KUMAR, P., SEPPI, D. J.

« Futures Manipulation with "Cash Settlement" », *The Journal of Finance* 1992, vol. 47, n° 4, p. 1485.

LURIE, J.

« Private Associations, Internal Regulation and Progressivism: The Chicago Board of Trade, 1880-1923, as a Case Study », *The American Journal of Legal History*, 1972, vol. 16, n°3, p. 215.

« Speculation, Risk, and Profits: The Ambivalent Agrarian in the Late Nineteenth Century », *Agricultural History*, 1972, vol. 46, n° 2, p. 269.

MOSS, D. A., KINTGEN, E.

« The Dojima Rice Market and the Origins of Futures Trading », *Harvard Business School* 2009, Case 709-044.

NEWBERY, D. M.

« When Do Futures Destabilize Spot Prices? », *International Economic Review* 1987, vol. 28, n° 2, p. 291.

PASHIGIAN, P. B.

« The political economy of futures market regulation », *Journal of Business* 1986, vol. 59, p. 55.

PATTERSON, E. W.

« Hedging and Wagering on Produce Exchanges », *The Yale Law Journal* 1931, vol. 40, n° 6, p. 843.

POITRAS, G.

« From Antwerp to Chicago : the History of Exchange Traded Derivative Security Contracts », *Revue d'Histoire des Sciences Humaines*, 2009, n° 20, p. 11.

ROTHSTEIN, M.

« The Chicago Board of Trade, 1859–1905: the Dynamics of Self-Regulation », *Business History Review* 1983, vol. 57, n° 1, p. 118.

« Frank Norris and Popular Perceptions of the Market », *Agricultural History* 1982, vol. 56, n° 1, p. 50.

<http://www.jstor.org/stable/3742298>.

SAMUELSON, P. A.

« Intertemporal Price Equilibrium: A Prologue to the Theory of Speculation », *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1957, vol. 79, p. 181.

SANDERS, D. R., IRWIN, S. H., MERRIN, R. P.

« The Adequacy of Speculation in Agricultural Futures Markets: Too Much of a Good Thing? », *Appl. Econ. Perspect. Pol.* 2010, vol. 32, n° 1, p. 77.

SANTOS, J.

« A History of Futures Trading in the United States », *EH.Net*, 2008.

<http://eh.net/encyclopedia/a-history-of-futures-trading-in-the-united-states/>.

SCHAEDE, U.

« Forwards and futures in tokugawa-period Japan:A new perspective on the Dojima rice market », *Journal of Banking & Finance* 1989, vol. 13, n° 4-5, p. 487.

STASSEN, J. H.

« Commodity Exchange Act in Perspective—A Short and Not-So-Reverent History of Futures Trading Legislation in the United States », *Washington & Lee Law Review* 1982, vol. 39, p. 825.

TELFORD, T.

« Trading In Commodity Futures—A New Standard of Legality », *Yale Law Journal* 1933, vol. 43, p. 63.

TEWELES, R., JONES, F.

« The Futures Game: Who Wins, Who Loses, & Why », *Paris : McGraw-Hill* 1998, p. 676.

WAKITA, S.

« Efficiency of the Dojima rice futures market in Tokugawa-period Japan », *Journal of banking & finance* 2001, vol. 25, n° 3, p. 535.

WEST, M. D.

« Private Ordering at the World's First Futures Exchange », *Michigan Law Review*, 2000, vol. 98, n° 8, p. 2574.

WILLIAMS, J. C.

« The origin of futures markets », *Agricultural History*, 1982, vol. 56, n° 1, p. 306.

YADLIN, O.

« A Public Choice Approach to Private Ordering: Rent-Seeking at the World's First Futures Exchange: Comments on Mark West's 'Private Ordering at the World's First Futures Exchange' », *Michigan Law Review*, 2000, vol. 98, n° 8, p. 2620.

SOURCES PROFESSIONNELLES

LCH.Clearnet SA

Instruction n°III 4-4, livraison des contrats à terme sur marchandises.

Instruction n°IV 2-2, obligations de couvertures et obligations de paiement sur les marchés dérivés

LCH.Clearnet SA

Règles de compensation LCH.Clearnet SA

Euronext

Règles de marché d'Euronext, Livre I, Règles harmonisées

Euronext Amsterdam

Règles non harmonisées du marché d'Amsterdam

Euronext Lisbonne

Règles non harmonisées du marché de Lisbonne

Euronext London

Règles non harmonisées du marché de Londres

Euronext Paris

Règles non harmonisées du marché de Paris

DÉCISIONS DE JURISPRUDENCE

Cour de cassation

Cass. Com., 26 février 2008, pourquoi n° 07-10761, Bulletin 2008, IV, n° 42.

Cass. Ass. plén., 29 mars 1991.

Cass. Civ. 1, 18 mai 1994, Bull. civ. 1, n°175 ; RTD civ. 1987, p. 252.

Cass. Civ., 6 mars 1876, Canal de Craponne, D. 1876.

Cass. Com., 14 janv. 2003, D. 2012. Actu. 1477.

Cass. Com. 21 mars 1983, Bull. Civ. I, n°110.

Cass. Com. 21 mars 1983, Bull. Civ. I, n°110

Cass. com., 5 novembre 1991.

Conseil constitutionnel

Conseil constitutionnel, 18 mars 2015, Décision n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC.

Autorité des Marchés Financiers

AMF, Pratique de marché admise AMF n°2011-07 Contrat de liquidité sur actions, 2011.

Décision de la commission des sanctions à l'égard des sociétés Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe ltd, 4 décembre 2015.

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE	5
INTRODUCTION	6
PREMIÈRE PARTIE	22
DES CONTRATS DE GESTION DU RISQUE DE PRIX AUX MARCHÉS FINANCIERS	22
TITRE 1. LES MÉCANISMES CONTRACTUELS DE GESTION DU RISQUE DE PRIX.....	26
Chapitre I. Le développement des différents outils juridiques de gestion du risque de prix	28
Section 1. Les contrats comme instruments de gestion du risque de prix	28
§1. La protection et l'exploitation du risque : la « <i>couverture</i> » et la « <i>spéculation</i> ».....	29
§2. Typologie des contrats utilisés pour gérer la variation des prix.....	31
A. Les contrats fondés sur le modèle du contrat de vente : les contrats à terme.....	31
B. Les contrats fondés sur le modèle de la promesse unilatérale : les contrats optionnels.....	35
C. Les contrats délaissant la fonction commerciale du contrat.....	37
Section 2. La croissance des opérations spéculatives.....	39
§1. Typologie des opérations de gestion du risque impliquant une opération commerciale.....	39
A. Les opérations construites sur une combinaison de contrats commerciaux.....	39
B. Les opérations purement financières	41
C. Les opérations combinant contrats physiques et financiers	41
§2. La diminution des opérations commerciales et le des opérations spéculatives.....	44
A. L'évolution du rapport entre la couverture et la spéculation	44
1. La couverture réciproque	45
2. L'association de la couverture de la spéculation.....	46
3. L'association des contrats spéculatifs	47
B. L'appréhension des stratégies de gestion du risque par le législateur.....	48
1. La légitimité des opérations de couverture	48
2. Les craintes relatives aux opérations spéculatives	49
Conclusion du Chapitre I.....	52
Chapitre II. Le développement des marchés à terme de matières premières agricoles.....	54
Section 1. Évolution historique des marchés financiers de matières premières agricoles	55
§1. Les premiers marchés destinés à la gestion du risque de prix.....	56
A. Le premier marché de contrats « <i>Futures</i> » : Le <i>Dojima Rice Market</i>	56
B. Le développement des marchés de gestion du risque de prix en Amérique du Nord	60
§2. Les causes juridiques du développement des marchés de gestion du risque de prix	69
A. L'interdiction des pratiques spéculatives portant atteinte au bon fonctionnement du marché.....	69
B. L'autorisation des pratiques spéculatives profitant au marché	74
Section 2. L'organisation des différents marchés de matières premières agricoles.....	75
§1. Les marchés physiques centrés sur la livraison des biens.....	76
§2. Les marchés financiers privilégiant la gestion du risque de prix	78
Conclusion du chapitre II	79
Conclusion du Titre 1	80
TITRE 2. L'ADAPTATION DES MARCHÉS À TERME À LA SPÉCULATION .	82
Chapitre I Le détournement du droit des contrats vers l'intérêt du marché	84
Section 1. L'influence de l'activité spéculative sur le contenu des contrats	85
§1. Les apports de la spéculation au bon fonctionnement du marché.....	86
§2. L'intérêt du marché au cœur de la phase précontractuelle.....	89
A. L'établissement par l'entreprise de marché de modèles de contrat	89
B. L'organisation de la rencontre des volontés par le marché	92
Section 2. L'impact de l'activité spéculative sur le processus de formation des prix	94

§1. L'activité spéculative, facteur de modification structurelle du prix de marché	95
A. Les réticences du droit à apprécier la justesse du prix de vente.....	96
B. L'encadrement du processus de détermination du prix de marché par les règles du marché	98
§2. L'impact des dérives spéculatives sur la formation du prix.....	99
A. La modification du processus décisionnel des opérateurs	100
B. L'impact de l'effet de levier des contrats financiers sur le prix de marché	101
Conclusion du Chapitre I.....	103
Chapitre II Le contrôle de la spéculation par le marché	104
Section 1. Le contrôle de la spéculation frauduleuse.....	105
§1. Typologie des différentes infractions financières	106
A. La dualité des sanctions boursières.....	106
B. La nature administrative ou pénale des poursuites	109
§2. L'inefficacité des sanctions au regard de la sécurité alimentaire.....	111
Section 2. Le contrôle de la spéculation licite	112
§1. Le contrôle direct des opérateurs	113
A. Les contrôles préalables à la formation du contrat	113
B. Les contrôles continus au cours de la phase d' exécution du contrat.....	116
§2. Le contrôle des variations de prix	117
Conclusion du chapitre II	120
Conclusion du Titre II	121
Conclusion de la Partie I	121
DEUXIÈME PARTIE L'ADAPTATION DES CONTRATS RELATIFS AUX MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES AUX BESOINS DES MARCHÉS FINANCIERS	122
TITRE 1. LA FORMATION DES CONTRATS FINANCIERS	124
Chapitre I La dualité des obligations applicables aux contrats financiers	128
Section 1. L'ingérence du marché dans la détermination du contenu du contrat financier	129
§1. L'imposition d'un processus préalable à la conclusion des contrats par les règles de marché	129
A. Le recours à des intermédiaires	130
1. Typologie des intermédiaires	130
2. L'effet de garantie produit par les intermédiaires	132
B. La constitution de garanties par les donneurs d'ordres.....	133
1. Le dépôt de garantie initial.....	133
2. La constitution d'une couverture périodique	136
3. La liquidation d'office des positions	137
§2. L'enregistrement de la transaction, condition de naissance de l'opération de marché	139
Section 2. L'intrusion du marché dans la détermination des obligations contractuelles	140
§1. Les aspects juridiques de la détermination du contenu des contrats standardisés	141
A. La mainmise du marché sur les processus d'admission et de radiation des contrats financiers ...	141
B. L'élaboration de modèles de contrats standardisés.....	143
1. La standardisation obligatoire des contrats sur les marchés réglementés	144
2. La standardisation facultative des contrats sur les marchés de gré à gré	144
§2. La transformation des denrées alimentaires en référence économique de l'opération financière.....	146
§3. L'intégration de l'aléa dans une opération basée sur un contrat commutatif.....	148
Conclusion du Chapitre 1.....	151
Chapitre II L'impact du marché sur le processus de formation des prix	153
Section 1. La fixation du prix des différentes obligations monétaire dues dans le cadre de l'exécution d'une obligation de marché	153
§1. La faiblesse du rôle du prix du contrat dans le cadre d'une opération financière.....	154
A. Le prix du contrat, simple référence économique.....	154
B. Prééminence des autres sommes versées dans le cadre d'une opération financière	155
§2. La détermination systématique du prix du contrat par référence au prix du marché	157
A. La détermination du prix du contrat financier	158

B.	La détermination de l'étendue des autres obligations monétaires dues dans le cadre de l'exécution de l'opération de marché	160
Section 2.	L'influence des règles de marché sur la détermination du prix de marché.....	161
§1.	L'emprise de l'entreprise de marché sur l'établissement du prix de marché.....	162
A.	La notion de prix de marché	162
B.	Le processus de détermination du prix de marché	163
§2.	Les interrogations quant à la légitimité du prix de marché	167
A.	L'absence d'équivalence entre un prix de marché physique et un prix de marché financier.....	167
B.	Les pratiques de marché pouvant perturber le prix de marché	169
1.	Le trading algorithmique.....	169
2.	Les apporteurs de liquidité.....	172
	Conclusion du chapitre 2.....	173
	Conclusion du titre 1	174
TITRE 2. L'EXÉCUTION ET LA QUALIFICATION DES CONTRATS FINANCIERS		175
Chapitre I Les modalités d'exécution des contrats financiers		177
Section 1.	L'intervention de la chambre de compensation.....	177
§1.	La nature de l'intervention de l'organisme compensateur	178
A.	La technique juridique à l'origine de l'intervention de l'organisme compensateur.....	178
1.	Le mécanisme retenu par les règles de marché, la novation	179
2.	L'originalité de la novation financière.....	181
3.	Proposition d'un mécanisme alternatif.....	Erreur ! Signet non défini.
B.	La qualité de la chambre de compensation	183
1.	Les théories envisageant une qualité unique de la chambre de compensation	184
a.	Le rejet des théories refusant à la chambre de compensation la qualité de partie au contrat	185
b.	Les critiques apportées aux thèses retenant la qualité de partie	186
2.	La Chambre de compensation, une partie au contrat donnant une illusion de garantie	188
§2.	Les effets de l'intervention de la chambre de compensation	190
A.	La chambre de compensation, facteur de sécurité et de liquidité du marché	190
B.	Les effets juridiques de l'intervention de la chambre sur les rapports d'obligations créés par le contrat initial.....	191
1.	La scission du lien contractuel entre les parties au contrat initial fondée sur son anéantissement	192
2.	La création de nouvelles obligations produisant un effet économique de garantie	193
Section 2.	Les conséquences de l'intervention de l'organisme compensateur	195
§1.	La technique juridique du désengagement applicable aux contrats sur marchandises.....	196
A.	Une faculté reposant sur la conclusion d'un nouveau contrat.....	196
B.	Les mécanismes juridiques discutés	197
§2.	La compensation des obligations des opérateurs	200
§3.	Le désengagement et la compensation, facteurs du caractère spéculatif de l'opération financière.....	203
	Conclusion du Chapitre I	204
Chapitre II Les spécificités des contrats financiers sur marchandises et leur influence sur la qualification du contrat		206
Section 1.	L'existence d'une obligation spécifique de délivrance pour les contrats financiers portant sur des marchandises.....	207
§1.	L'influence du sous-jacent sur les modalités d'exécution du contrat	207
A.	L'absence de reconnaissance de la spécificité des denrées alimentaires en tant que sous-jacents	208
B.	Les difficultés relatives à l'identification de la prestation caractéristique des contrats financiers	210
C.	Le sous-jacent, source d'une dichotomie entre les contrats financiers	212
§2.	L'exécution des contrats financiers sur marchandises à compter de la survenance du terme	214
A.	L'exécution du contrat sous l'égide de l'organisme compensateur	215
1.	La qualité de la Chambre lors de la survenance du terme	216
2.	Les obligations de la chambre de compensation	218
B.	L'exécution du contrat sans l'organisme compensateur	221
Section 2.	La transformation d'une opération commerciale en opération spéculative	223

§1. Analyse des différents contrats composant l'opération financière.....	224
A. Le contrat initial, point de départ de l'opération de marché	225
1. Les contours incertains de la transaction initiale, nécessité plus économique que juridique ..	226
2. L'absence de caractère spéculatif du contrat initial	228
B. Existence d'un second contrat intégrant de nouvelles obligations conférant à l'opération son caractère spéculatif	229
1. Un contrat cumulant des obligations de deux sources différentes	229
2. La transformation de la fonction du contrat par les obligations issues des règles de marché .	232
C. Les contrats mettant fin à l'opération de marché	234
§2. Les difficultés d'application des règles du droit des contrats aux marchés financiers de matières premières agricoles	234
A. Les caractéristiques de l'opération financières à l'origine d'une véritable risque de perturbation des marchés physiques par les marchés financiers.....	235
B. Les difficultés du droit des contrats à saisir les contrats financiers	236
1. Les dispositions explicitement exclues	236
a. L'inapplicabilité de l'article 1965 aux marchés financiers	237
b. L'exclusion des instruments financiers du champ d'application de l'article 1195 du Code civil	238
2. La logique multilatérale du marché, source de difficulté d'application des dispositions du droit des contrats	240
Conclusion du chapitre II.	242
Conclusion du titre II.....	242
Conclusion de la deuxième partie.....	243
CONCLUSION GÉNÉRALE	244
ANNEXES	247
BIBLIOGRAPHIE	262
OUVRAGES GÉNÉRAUX, TRAITÉS ET MANUELS	264
OUVRAGES SPÉCIAUX.....	268
ARTICLES	274
OUVRAGES ÉTRANGERS	295
ARTICLES ÉTRANGERS.....	297
DÉCISIONS DE JURISPRUDENCE ET DES AUTORITÉS DE RÉGULATION.....	301
TABLE DES MATIÈRES	302

Titre : Le fonctionnement des marchés financiers de matières premières agricoles à la lumière du droit des contrats.

Mots clés : Droit des contrats, contrats financiers, matières premières agricoles, marchés financiers.

Résumé : Afin que la sécurité alimentaire soit garantie, il faut que tous puissent avoir accès à de la nourriture en quantité et en qualité suffisante. Cela suppose que le prix des denrées alimentaires soit à la fois assez élevé pour les producteurs, et suffisamment bas pour les consommateurs. Suite aux émeutes de la faim qui ont démarré en 2008 lors de l'augmentation du prix des denrées alimentaires, des inquiétudes relatives à l'influence que les marchés financiers pourraient avoir eue sur cette hausse ont été exprimées.

Afin d'apporter un éclairage juridique sur cette question, ce travail vise à examiner les différentes caractéristiques de ces marchés, comment ils se sont développés et comment ils fonctionnent. Une attention toute particulière sera portée aux contrats qui servent de support aux opérations financières.

En effet le législateur a réuni l'ensemble des contrats financiers sous une même qualification, qu'ils portent sur des marchandises ou sur des actifs financiers. Pourtant, les contrats financiers relatifs à des marchandises pouvant faire l'objet d'une délivrance physique, dont font partie les matières premières agricoles, présentent de véritables spécificités. Ils appartiennent à la fois à la sphère commerciale et à la sphère financière, ce qui justifie que leur soient accordés une qualification autonome et un régime distinct de celui des autres contrats financiers.

Title : The functioning of financial markets of food commodities in the light of contract law.

Keywords : Contract law, Financial markets, food commodities, financial contracts.

Abstract : Food security requires that each individuals can obtain food in sufficient quantity and quality. This means that food prices must be neither too high for consumers nor too low for producers. After the food riots that started in 2008 following the increase of food prices, many concerns have been expressed about the impact of financial markets toward this rise.

In order to shred some light on this issue from a legal point of view, this work aims to review different aspects of the development and functioning of financial markets. Special attention will be given to the contracts which are used to into financial operations.

Indeed, the legislator reunited all of the various financial contracts under the same legal qualification, without regards for their underlying.

However, non financial commodities are different from financial commodities as they can lead to a physical delivery, and be regarded as commercial transactions or financial operations. Thus, they should get an autonomous legal status.