

La notion d'instrument financier à terme

La notion d'instrument financier à terme, ou contrat financier depuis l'ordonnance du 9 janvier 2009, a été introduite par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996. Comme la notion d'instrument financier, dont elle constitue une sous-catégorie à côté de celle des titres financiers, il s'agit essentiellement d'une notion fonctionnelle, destinée à favoriser la régulation des marchés financiers. C'est la raison pour laquelle sa réalité substantielle a pu être discutée par une partie de la doctrine.

En effet, par l'« instrument financier à terme », le législateur a cherché à embrasser plusieurs mécanismes financiers, en particulier les opérations à terme ferme, les *options* et les *swaps* qui, issus de la pratique, se caractérisent par leur disparité. Economiquement, ils résultent tous de la volonté des investisseurs de se prémunir contre les méfaits du sort ou d'en tirer profit. L'originalité des instruments financiers à terme se manifeste ainsi par leur finalité : ils ne poursuivent pas une finalité de financement, comme les autres instruments financiers, mais une finalité de couverture ou de spéculation. Instruments dérivés ou instruments de second degré, ils présentent la particularité de reposer sur un sous-jacent qui sert de support technique à l'opération financière et dont leur valeur dépend. Le sous-jacent, qui joue le rôle d'un référent, est l'objet des anticipations des opérateurs à terme : l'instrument financier à terme permet au donneur d'ordres de neutraliser les risques de fluctuation future du sous-jacent s'il cherche à se couvrir, ou de spéculer sur celle-ci s'il se fonde sur une pure anticipation financière, déconnectée de toute exposition réelle au risque.

Cette finalité spécifique définit techniquement l'instrument financier à terme comme un mécanisme d'incorporation du risque. Or la diversité des instruments financiers à terme reflète la multiplicité de ces risques (risque de marché, risque de crédit, risque de marchandise, risque social, etc.) et semble empêcher toute systématisation. Ainsi, s'il existe une certaine convergence des instruments financiers à terme sur un plan économique, juridiquement ils semblent irréductibles à toute définition unitaire. L'article D. 211-1A du code monétaire et financier, auquel renvoie l'article L. 211-1, procède par voie d'énumération et n'établit aucun critère. Cette démarche soulève la question de la cohérence de la catégorie et, par conséquent, de son existence : peut-elle accéder au rang de notion juridique ou n'est-elle que l'addition de modèles financiers hétérogènes ?

Pour surmonter la confusion suscitée par la diversité des instruments financiers à terme, il convient de recourir à une approche pragmatique, par l'analyse de leurs modes de création et de fonctionnement. En effet, l'unité n'opère pas *a priori* et ne peut se déduire d'un rattachement légal à la catégorie des instruments financiers ; elle se révèle plutôt à rebours, à partir de l'analyse des conditions qui garantissent en pratique l'efficacité de l'instrument. Les instruments financiers à terme présentent ainsi un certain nombre de caractères communs, qui permettent de fixer les premiers contours d'une définition.

Partie 1 : Les caractères communs des instruments financiers à terme

Dans une perspective économique, l'instrument financier à terme est bien un instrument financier et, comme tel, se négocie sur un marché financier. Cette affirmation n'est en rien déterminante sur un plan purement juridique, mais elle permet de mettre en évidence certains éléments de définition. En effet, l'attractivité d'un marché financier se mesure à la sécurité et à la liquidité qu'il fournit ; or, en tant qu'élément du marché financier, l'instrument financier à terme doit, à son échelle, en garantir l'efficacité. Deux conditions essentielles sont donc nécessaires : la sécurité et la circulation des instruments. Simples mesures techniques à l'origine, elles se sont progressivement imposées au cœur du fonctionnement même des instruments de marché : elles commandent ainsi les principales caractéristiques des instruments financiers à terme, dont la création repose sur un principe essentiel d'abstraction.

- **La sécurité**

La sécurité juridique des instruments financiers à terme tient à leur processus de création. Sur les marchés réglementés, ils prennent la forme de règlements particuliers par lesquels l'entreprise de marché modèle des « contrats » et des « options » standardisés. Hors marché, même si la standardisation est moindre, la logique est similaire, car les conventions-cadres élaborées par les associations professionnelles, qui servent de base aux négociations de gré à gré, imposent elles aussi un cadre sécurisé. L'ensemble des instruments financiers à terme procèdent ainsi d'engagements autonomes, régis par un principe d'inopposabilité des exceptions. Sur les marchés réglementés, la standardisation est encore exacerbée car l'engagement à terme se conçoit comme l'adhésion unilatérale au cadre normatif érigé par l'entreprise de marché, sous l'autorité de la loi et de l'Autorité des marchés financiers ; engagement autonome, l'engagement à terme constitue plus précisément, dans ce cas, un engagement unilatéral.

- **La circulation**

Ces engagements à terme, standardisés et autonomes, qu'ils soient contractuels ou unilatéraux, peuvent ensuite circuler de manière simplifiée, ce qui est essentiel pour le bon fonctionnement du marché. En effet, la négociation d'un engagement à terme suscite un risque important pour le donneur d'ordres, qui s'expose à un effet de levier ; il doit par conséquent pouvoir se libérer rapidement de sa position si l'évolution du cours lui est défavorable, sous peine de mettre en danger l'exécution de l'ensemble des engagements à terme sur un marché, marqués par une forte interdépendance économique. Toutefois, la spécificité du mode de circulation de ces instruments suscite une incertitude, car, n'étant pas des titres financiers, ils semblent irréductibles à toute négociabilité.

Hors marché, la circulation des instruments financiers à terme n'est pas organisée et systématisée comme elle l'est sur les marchés réglementés : l'absence de négociabilité se justifie alors par la nature contractuelle des engagements à terme, négociés en principe « sur mesure » et affectés par conséquent d'une moindre standardisation. Malgré le désir de favoriser leur liquidité, les instruments financiers à terme de gré à gré ne peuvent au mieux qu'être cessibles. La loi vise cependant cette question depuis l'ordonnance du 24 février 2005, qui transpose la directive sur les contrats de garantie financière du 6 juin 2002. Cette réforme concerne le droit des garanties financières, mais intéresse indirectement la question de la circulation des instruments financiers à terme de gré à gré, qu'elle simplifie et enrichit substantiellement. La confrontation des modalités de cession des instruments financiers à terme conclus de gré à gré avec les mécanismes de droit commun de la cession de contrat montre que, conformément à la logique des marchés financiers, l'exigence de circulation fait prévaloir la conception translatrice de la cession de contrat au détriment de la conception extinctive défendue par certains auteurs. Le législateur dépasse même les conditions de droit commun en autorisant indirectement la faculté pour une partie de céder sans formalité un contrat, même si cette disposition demeure encore de portée marginale en pratique.

Sur les marchés réglementés, la circulation des instruments financiers à terme s'apparente davantage à la négociabilité des titres financiers, tant elle s'avère inhérente au fonctionnement du marché, fondé sur le principe économique de liquidité. La doctrine majoritaire conteste toutefois ce rattachement, considérant qu'il s'agit alors d'une « pseudo négociabilité », le terme étant destiné à décrire le mécanisme financier des opérations et non le mécanisme juridique. La circulation des instruments financiers à terme ne se fonde pas, comme les titres financiers, sur une règle de négociabilité juridique ; celle-ci suppose une inscription en compte qui est exclue en matière d'engagements à terme du fait de leur objet spécifique, qui consiste dans un risque. Néanmoins, sur un plan économique, le principe de circulation concerne l'ensemble des instruments financiers, et non seulement les titres financiers ; les donneurs d'ordres, lorsqu'ils prennent position à terme, transmettent un risque au marché, qui se charge ensuite de le transférer à un tiers. L'objectif de circulation est commun à l'ensemble des instruments financiers ; la seule différence consiste dans l'objet transféré, prérogatives financières et de gouvernement pour les titres financiers, risque pur pour les instruments financiers à terme.

Les instruments financiers à terme et les titres financiers ne circulent pas sur le même modèle. Les titres financiers sont des instruments négociables quand les instruments financiers à terme sont des engagements unilatéraux ; les premiers se transmettent quand les seconds s'éteignent lors de la sortie du marché par le donneur d'ordres initial, la transmission du risque opérant alors par la création d'un engagement nouveau par le tiers qui entre sur le marché pour se substituer économiquement au sortant. La chambre de compensation intervient alors pour assurer la bonne exécution des négociations et pallier le risque de décalage entre les prises de position. Ainsi, si juridiquement la technique de transmission n'est pas identique, tous ces instruments financiers sont régis par un principe économique de liquidité sur les marchés réglementés : dans les deux cas, c'est le mécanisme de marché qui garantit la circulation parfaite des instruments financiers. L'analyse classique de la négociabilité trouve en effet ses limites sur les marchés réglementés : la négociabilité ne se fonde

qu'imparfaitement sur l'existence d'un titre, qui ne garantit pas à lui seul l'inopposabilité des exceptions. Celle-ci trouve davantage sa source dans le mécanisme même de marché, qui organise de l'extérieur la liquidité des instruments ; la liquidité absolue des titres financiers négociés dans le cadre d'un système collectif se fonde sur les mécanismes de marché et, en particulier, sur l'intervention du dépositaire central. Dès lors, un parallèle peut s'effectuer avec les instruments financiers à terme.

Sur ces marchés, le raisonnement paraît se conformer au droit des biens plus qu'au droit des obligations ; il consacre et exacerbe le mouvement d'objectivation des créances, en mettant au second plan le rapport d'obligation originaire. La créance, sur les marchés financiers réglementés, devient un bien véritable, une valeur sur laquelle le titulaire dispose d'un pouvoir exclusif et incontestable. L'instrument financier à terme permet ainsi la circulation d'un bien particulier, le risque.

La sécurité et la circulation n'interviennent pas seulement sur un plan fonctionnel ; elles conditionnent également l'instrument d'un point de vue substantiel, en influant sur sa nature juridique, qui doit servir sa validité et sa transmissibilité. Les traits principaux de l'instrument financier à terme prennent leur source dans ces deux règles fondamentales, marquées par un indéniable pragmatisme économique. Or ces deux caractères ne sont pas propres aux instruments financiers à terme ; ils fondent en réalité tout mécanisme financier. Malgré d'incontestables spécificités, le rattachement des instruments financiers à terme à la catégorie générale des instruments financiers se trouve ainsi justifié. Les instruments financiers, nouvelles valeurs qui évoluent inexorablement vers une abstraction de plus en plus marquée, dont témoignent les instruments financiers à terme, constituent une nouvelle forme de biens, des biens financiers. Leur dimension objective, leur fongibilité sur les marchés réglementés, autorisent une « réification » de leur valeur qui, d'économique, devient juridique. La reconnaissance de droits réels accessoires sur la position contractuelle née d'un engagement à terme, en particulier la possibilité d'un nantissement, consacre en ce sens son objectivation progressive et sa soumission au droit des biens. Le droit des marchés financiers, fonctionnel et pragmatique, impose une relecture originale et prospective du droit des obligations et du droit des biens. L'instrument financier à terme, même s'il n'est pas un titre financier mais une position contractuelle, est une espèce du genre « instrument financier » et doit être conçu, malgré sa dimension fonctionnelle, comme une véritable notion juridique.

L'analyse des caractères communs aux instruments financiers à terme montre, sur un plan financier, les premiers contours d'une notion unitaire, et fait même apparaître, au-delà, les éléments possibles d'une certaine unité de la notion d'instrument financier. Ces éléments fonctionnels de définition ne suffisent toutefois pas à consacrer la réalité de la notion d'instrument financier à terme, qui doit se fonder sur un critère substantiel de qualification.

Partie 2 : Le critère spécifique des instruments financiers à terme

La qualification de l'instrument financier à terme pourrait avoir deux fondements : la cause ou l'objet.

- **La cause**

L'analyse de la cause ne permet pas de dégager l'unité de l'opération à terme. En effet, la conclusion d'un instrument financier à terme peut poursuivre de nombreux objectifs, que l'on ramène généralement à deux : une finalité de spéculation, ce qui le rapproche du pari ; une finalité de couverture, ce qui le rapproche des opérations de garantie et, en particulier, du cautionnement et de l'assurance. Or, cette dualité exclut d'emblée une qualification unitaire. L'examen de chacune des deux finalités offertes au donneur d'ordres confirme cette limite d'ordre général.

D'une part, l'instrument financier à terme ne peut, sur le fondement de l'intention spéculative présumée des parties, être qualifié de pari. En effet, la spéculation, qui permet l'équilibre du marché, s'avère difficile à établir car elle ne peut se déduire du simple dénouement par différence par lequel se réalisent la majorité des opérations à terme, celui-ci pouvant d'ailleurs aussi bien procéder d'une opération de couverture.

D'autre part, l'instrument financier à terme ne peut, même s'il met souvent en œuvre une opération de garantie, se rattacher aux garanties bancaires ou aux opérations d'assurance. Alors que le contrat de cautionnement est un contrat accessoire, ce qui s'oppose à la dimension abstraite des instruments financiers à terme, la garantie à première demande est pour sa part un contrat unilatéral. Le contrat d'assurance, de son côté, poursuit une finalité indemnitaire que l'instrument financier à terme exclut par principe, puisqu'il n'est pas nécessairement subordonné à la réalisation d'un sinistre.

L'examen de la cause de l'instrument financier à terme ne permet pas d'en dégager un critère unitaire de qualification. L'obstacle principal consiste dans la diversité nécessaire des mobiles des intervenants sur un marché à terme : seules les anticipations divergentes des risques permettent la conclusion d'opérations à terme ainsi que la formation d'un cours, impossibles si toutes les analyses étaient convergentes. Cette disparité intrinsèque participe de la nature des instruments financiers à terme : ils ne peuvent se réduire ni à une finalité de spéculation, bien qu'elle ait longtemps été considérée comme caractéristique, ni à une finalité de couverture, pourtant essentielle. Ces deux fonctions sont complémentaires, voire simultanées dans une même opération à terme. Pour révéler l'unité juridique de l'opération au-delà de la contingence des mobiles, le critère de l'objet semble plus approprié.

- **L'objet**

L'objet de l'instrument financier, au contraire, constitue un moyen privilégié de qualification de l'engagement à terme : il permet en effet une analyse complète de l'opération à terme, en reflétant à la fois sa dimension économique et sa dimension juridique.

Le donneur d'ordres, par son engagement à terme, s'oblige à deux obligations. D'une part, il s'engage à payer le prix ou à livrer le sous-jacent à terme si ses anticipations ne se réalisent pas. D'autre part, il s'oblige à constituer une couverture par le biais du dépôt de garantie et des appels de marge. Il est impérativement tenu à cette seconde obligation si son engagement est soumis à l'intervention d'une chambre de compensation ; elle est en principe facultative dans les autres cas, bien que son constant développement l'attache presque structurellement à tout engagement à terme. De ces deux obligations, on peut se demander laquelle constitue la prestation caractéristique de l'engagement du donneur d'ordres.

Si les instruments financiers à terme donnent en principe naissance à titre principal à des créances de livraison et de paiement à terme, qui expliquent l'ancrage traditionnel de l'opération dans le contrat de vente, la réalité de ces obligations est à nuancer. En effet, les donneurs d'ordres se libèrent le plus souvent par le versement d'une simple différence, sans avoir à aucun moment l'intention ou la possibilité de poursuivre l'exécution en nature des obligations standardisées qui leur incombent. L'objet économique de l'instrument financier à terme doit être pris en compte : il ne s'agit pas pour les donneurs d'ordres, à titre principal, de transférer la propriété du sous-jacent, mais bien de prendre position par rapport à un risque de prix, sur lequel ils spéculent ou contre lequel ils cherchent au contraire à se couvrir. En ce sens, les auteurs s'accordent pour souligner que ces obligations, qui résultent de l'instrument financier à terme, participent de son mécanisme en permettant la fixation à terme du prix du risque, sans pour autant refléter de véritables obligations pour les intervenants ou, tout au moins, seulement de manière marginale si la livraison est prévue. Au contraire, l'obligation de couverture, qu'elle ait une source réglementaire ou une source contractuelle, présente une véritable originalité.

L'obligation de couverture est composée de deux éléments : un dépôt initial de garantie, auquel s'ajoutent des versements périodiques, les marges, calculées à partir de l'écart qui se crée quotidiennement entre deux cours. Celles-ci sont fondamentales, car elles permettent la prise en compte quotidienne des fluctuations des prix sur les marchés à terme ; elles font apparaître un solde, qui correspond au prix du risque. Si le risque s'accroît, le solde est débiteur et met une dette à la charge du donneur d'ordres ; s'il diminue, le solde est en revanche créditeur et constitue le donneur d'ordres créancier. L'obligation de couverture permet au donneur d'ordres de couvrir le risque engendré par sa prise de position à terme. Or cette obligation, plus que celle de livraison du sous-jacent ou de paiement du prix, semble être l'obligation essentielle du donneur d'ordres. Tout d'abord, les créances à terme ayant pour objet la livraison du sous-jacent ou le paiement du prix paraissent peu caractéristiques des instruments financiers à terme. Ensuite, l'obligation de couverture s'avère essentielle au

fonctionnement des marchés à terme. Quand l'engagement du donneur d'ordres est soumis à l'intervention d'une chambre de compensation, l'exécution de cette obligation permet d'établir un équilibre économique entre les positions de chacun des intervenants et garantit ainsi à l'échéance leur paiement. C'est pour mener à bien cette mission de garantie que la chambre de compensation procède périodiquement à des appels de marge. La couverture est le support du fonctionnement et de l'efficacité du mécanisme de marché, ce qui justifie que les prestataires de services d'investissement soient tenus, sous peine de voir leur responsabilité disciplinaire engagée, de procéder à un appel de couverture.

L'obligation de couverture participe en réalité de l'exécution de l'instrument financier à terme : elle constitue une obligation essentielle, qui ne peut se réduire à un accessoire des engagements standardisés de payer le prix et de livrer. Ceux-ci constituent un mode d'exécution marginal et matérialisant davantage un support abstrait de l'instrument financier à terme, permettant la détermination du prix du risque, qu'une véritable obligation caractéristique. Par l'exécution de son obligation de couverture, le donneur d'ordres n'exécute pas seulement une obligation de garantie accessoire, mais son obligation principale.

La reconnaissance de l'obligation de couverture comme critère substantiel de définition de l'instrument financier à terme consacre l'autonomie de la notion d'instrument financier à terme. Cette obligation caractérise bien la spécificité de l'engagement à terme, qui porte directement sur le risque et qui donne naissance à une position contractuelle. La caractéristique de l'instrument financier à terme ne repose pas tant sur les finalités de couverture et de spéculation que le donneur d'ordres peut poursuivre, qu'il partage avec les titres dérivés, mais sur le risque qu'il incorpore sur un plan non seulement économique, mais juridique. Quand il prend position sur un titre dérivé, même si ce titre est particulier car il constitue un instrument de second degré, dont la valeur dépend de l'évolution d'un sous-jacent, le donneur d'ordres prend avant tout position sur un titre. Quand il prend position à terme, le donneur d'ordres prend position sur le risque lui-même. Si l'évolution défavorable du cours du titre dérivé expose le donneur d'ordres à des pertes, celle de l'instrument financier à terme l'expose à une dette ; c'est la raison pour laquelle l'obligation de couverture y occupe une position si déterminante. Dans tous les cas, le donneur d'ordres peut se couvrir, afin de limiter son risque ; toutefois, l'obligation de couverture ne réalise l'effet essentiel de l'engagement qu'en matière d'instruments financiers à terme, où elle participe réellement de son exécution. Dans ce cas seulement, l'exécution de l'obligation de couverture opère comme un paiement pour le donneur d'ordres. La finalité de couverture et de spéculation des instruments dérivés, si elle témoigne d'une tendance en expansion sur les marchés financiers, ne peut dépasser la dualité fondamentale qui oppose les titres financiers aux instruments financiers à terme ; la dimension essentielle de l'obligation de couverture pour les instruments financiers à terme en est la preuve.