



HAL
open science

La spéculation sur les matières premières agricoles

Thierry Granier

► **To cite this version:**

Thierry Granier. La spéculation sur les matières premières agricoles. L'agriculture durable - Essai d'élaboration d'un cadre normatif, PRESSES UNIVERSITAIRES D'AIX-MARSEILLE (PUAM), 2016, Institut de droit des Affaires - Centre de droit économique, 9782731410259. hal-01421378

HAL Id: hal-01421378

<https://hal.science/hal-01421378v1>

Submitted on 25 May 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LA SPÉCULATION SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES AGRICOLES

Thierry GRANIER
Professeur, Université d'Aix Marseille

Résumé : *Le mouvement de financiarisation qui a touché bon nombre d'activités économiques n'a pas épargné le secteur agricole. Cette financiarisation s'est traduite par une utilisation importante des instruments financiers à terme. Quelle que soit la position adoptée face à ces instruments pour le secteur agricole, l'étude des mécanismes mis en jeu montre que leur mise en œuvre s'accompagne d'un risque de voir se développer une spéculation non maîtrisée qui peut avoir un impact négatif non seulement sur l'économie agricole mais aussi sur la sécurité alimentaire, à l'échelle nationale et internationale. La meilleure preuve est que les autorités communautaires, conscientes de l'existence d'un tel risque, ont pris des mesures visant à encadrer davantage ces instruments. Il reste à savoir si elles seront efficaces.*

Comme le rappelle le Professeur Daniel Nahon dans le présent ouvrage¹, les crises alimentaires n'ont cessé de se succéder tout au long des siècles passés. Même si au XX^e siècle, les progrès technologiques ont permis de nourrir une grande partie de l'humanité, les crises alimentaires n'ont pas disparu. Il est vrai que le développement de l'agriculture est un processus complexe qui dépend de nombreux facteurs de toutes natures, il reste que la succession des crises suggère des difficultés d'ordre économique. En effet, l'instabilité d'une production appelle des différences de cours du prix des matières premières agricoles, cette situation conduisant à des mécanismes spéculatifs². Autrement dit, le phénomène de la spéculation sur les produits agricoles n'est pas nouveau et les débats à ce sujet non plus.

Mais il a été relancé par le développement des marchés financiers et l'utilisation importante des instruments financiers à terme. En effet, ces quinze dernières années ont connu d'importantes fluctuations des prix des matières premières agricoles. En particulier, entre 2006 et 2008 est intervenue une flambée des prix des produits agricoles qui a déstabilisé l'approvisionnement alimentaire des pays les plus pauvres, ce qui a eu des conséquences graves sur

¹ Voir D. Nahon, « Enseignements des agricultures d'hier et d'aujourd'hui; sauver l'agriculture de demain », dans le présent ouvrage.

² Y. Simon, D. Lautier, *Marchés dérivés de matières premières*, Economica 2006, 3^e éd.

leurs populations³. Les analyses sur ce phénomène divergent. Certains expliquent ces fluctuations par les transformations récentes de l'offre et de la demande. Ainsi, la croissance des pays émergents, l'urbanisation, le changement d'habitudes alimentaires de ces pays, la diminution de productivité de quelques produits agricoles du fait du réchauffement climatique, sont, par exemple, invoqués...

D'autres approches considèrent que ces fluctuations témoignent également du mouvement de financiarisation du négoce des produits agricoles. Ainsi, l'utilisation des instruments financiers à terme, l'utilisation de la technique du *trading* à haute fréquence, l'intervention croissante depuis le début du XXI^e siècle d'investisseurs financiers ont conduit les marchés des produits agricoles à répondre à une logique relevant plus des marchés financiers que des marchés de marchandises⁴. En réalité, cette opposition entre les deux analyses n'est peut-être pas aussi radicale et/ou exclusive qu'il y paraît. En effet, les points de vue de ceux qui affirment que « les marchés de matières premières ont besoin des financiers »⁵ et de ceux qui militent « pour une financiarisation responsable »⁶ pourraient être rapprochés.

Même s'il est difficile pour le juriste de trancher cette question relevant de l'économie et de la politique⁷, il peut apporter une contribution. En effet vu du droit, le mécanisme des instruments financiers à terme porte un risque de spéculation non maîtrisée (I). Lorsque l'objet de ces instruments est constitué par une matière première agricole, ce risque peut avoir des conséquences sur la formation des prix et amplifier leur fluctuation. Compte tenu des effets possibles de ces variations de prix sur la sécurité alimentaire, la question de la réglementation et de la régulation dans ce domaine se pose⁸. Les autorités

³ Voir Rapport FAO, « L'état de l'insécurité alimentaire dans le monde », 2011, <http://www.fao.org/docrep/014/i2330f/i2330f.pdf>

⁴ Voir N. Maystre et D. Biccheti, « Financiarisation des marchés de matières premières et conséquence », *Économie Rurale*, 337, octobre 2013, p. 103 et s. V. également : J. Clappa, E. Helleinerb, « Troubled futures? The global food crisis and the politics of agricultural derivatives regulation », *Review of International Political Economy*, vol. 19, n° 2, 2012, p. 181-207.

⁵ P. de Lauzun, « Les marchés de matières premières agricoles ont besoin des financiers », *Revue Banque*, n° 778 bis, 2014, p. 6.

⁶ C. Jamart, « Pour une financiarisation responsable », *Revue Banque*, n° 778 bis, 2014, p. 12.

⁷ Sur la complexité des enjeux, v. par exemple : « J. Clapp, The Financialization of Food : Who is Being Fed? », avr. 2012, disponible au lien direct : <http://www.isecoeco.org/conferences/isee2012-versao3/pdf/335.pdf> ; Price Volatility in Food and Agricultural Markets : Policy Responses, 2 juin 2011 (Rapport coordonné par la FAO, l'OCDE, disponible au lien direct suivant (consulté le 5 mai 2015) : <http://www.oecd.org/agriculture/pricevolatilityinfoodandagriculturalmarketspolicyresponses.htm>.

⁸ Il a été montré qu'en la matière la question ne se posait pas de savoir s'il fallait encadrer la circulation des instruments financiers à terme, mais plutôt de déterminer quel était le cadre juridique adapté aux problèmes posés, voir par exemple : I. Parachkévova et M. Teller, « Légitimité et utilités de la spéculation » (intervention dans un colloque intitulé : Droit Économie et Marchés de matières premières agricoles), *Revue Trimestrielle de Droit financier*, n° 4, 2013 / n° 1-2014, p. 88.

européennes, relayées ensuite par les États membres, se sont emparées de cette problématique et elles ont pris diverses mesures spécifiques intéressant les instruments financiers à terme portant sur des matières premières agricoles (II).

I. Le risque porté par l'utilisation des instruments financiers à terme portant sur des matières premières agricoles

Afin de comprendre les risques que peuvent faire courir la mise en œuvre d'instruments financiers à terme portant sur des matières premières agricoles (B), il convient au préalable d'appréhender le mécanisme qu'implique ce type d'instruments (A).

A. Le mécanisme des instruments financiers à terme

C'est l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier qui détermine la notion d'instruments financiers sans pour autant la définir. Précisément, il prévoit que les instruments financiers comprennent les titres financiers et les contrats financiers ou instruments financiers à terme. Il apparaît donc que cette dernière catégorie a une nature contractuelle. Ainsi, les parties qui les utilisent sont des cocontractants et ils vont avoir des droits et des obligations réciproques⁹. La conséquence est que le contrat financier ne sera pas négociable au sens juridique du terme, contrairement au « titre » qui incorpore des droits et qui peut être transmis par virements de compte à compte. Cependant, le fait que ces contrats appartiennent à la catégorie des instruments financiers implique qu'ils peuvent être traités sur des marchés financiers (voir plus loin). L'article L. 211-1 du Code monétaire et financier ne donne pas plus de renseignements sur ce type d'instrument et renvoie à un texte réglementaire.

C'est ainsi que l'article D. 211-1 A du Code monétaire et financier propose l'énumération suivante des différents contrats financiers :

- les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêt, des rendements, des indices financiers ou des mesures financières qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces ;
- les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en

⁹ Les autres instruments financiers mentionnés dans l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier sont des titres, leur nature est donc différente car un titre, une fois acquis, ne comporte en réalité que des droits, sous réserve de ce qui concerne les règles propres à sa circulation.

espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autres incidents conduisant à la résiliation ;

- les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange et tous autres contrats à terme relatif à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, à condition qu'ils soient négociés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ;
- les contrats d'options, contrats à terme fermes, contrats d'échange et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, non mentionnés par ailleurs au 3 et non destinés à des fins commerciales, qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte de ce que, notamment, ils sont compensés et réglés par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou font l'objet d'appels de couvertures périodiques ;
- les contrats à terme servant au transfert du risque de crédit ;
- les contrats financiers avec paiement d'un différentiel ;
- les contrats d'options, contrats à terme fermes, contrats d'échanges, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des variables climatiques, à des tarifs de fret, à des autorisations d'émissions ou à des taux d'inflation ou d'autres statistiques économiques officielles qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident amenant la résiliation ;
- tout autre contrat à terme concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures, non mentionné, qui présente les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte du fait qu'il est négocié sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, qu'il est compensé et réglé par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou qu'il fait l'objet d'appels de couvertures périodiques.

Cette énumération est à première vue relativement complexe. On peut retenir que les contrats financiers ou instruments financiers à terme se matérialisent principalement par quatre formules. La première est le contrat d'option qui est celui où la partie qui a payé la prime, désignée « acheteur » du contrat, bénéficie d'une promesse unilatérale lui conférant la faculté, mais non l'obligation, d'exiger de l'autre, dite « vendeur » du contrat, pendant le cours ou à l'échéance du terme, la conclusion et l'exécution d'un contrat. La deuxième formule est le contrat d'échange par lequel les parties s'« échangent » des

conditions de taux d'intérêt ou des devises, ce sont des contrats à terme fermes et, généralement, à exécutions successives. La troisième technique repose sur les accords de taux futur qui sont des conventions par lesquelles les parties s'accordent pour payer la différence entre deux taux sur une durée qui ne commence à courir qu'à l'échéance d'un terme. Ce type de contrat est, en réalité, d'une nature proche de celle de l'échange de taux avec la particularité que l'échange se produit sur une période future. La quatrième technique est constituée par le contrat à terme servant au transfert des risques de crédit ou « dérivés de crédit ». Ce sont des contrats ayant pour objet de transférer soit le risque de défaillance du débiteur (*credit default derivative*), soit le risque de dégradation du rendement (*credit spread derivative*), soit les deux (*total return swap*) sans transfert de la créance correspondante. Ils constituent une couverture contre le risque de défaillance du débiteur et/ou la baisse du rendement du crédit¹⁰. Ce même type de contrat peut porter sur des biens, il s'agira alors pour les contractants de fixer une valeur future pour ce bien, l'un espérant couvrir le risque d'une évolution négative de ce prix et l'autre espérant une évolution positive du prix pour faire une plus-value.

L'examen de ces mécanismes montre que l'étendue de l'engagement des parties dépend de l'évolution et de la valeur de ce que l'on appelle un « sous-jacent », ils se dénouent normalement par le versement d'une différence en espèces calculée en fonction de l'évolution de ce sous-jacent. Ces sous-jacents sont extrêmement variés, ils peuvent être constitués par des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêts, des rendements, des indices financiers, des mesures financières, des marchandises, des risques de crédit de variables climatiques, des tarifs de fret, des autorisations d'émissions ou même des statistiques économiques officielles, comme les taux d'inflation. Il peut également être question d'actifs, de droits, d'obligations, d'indices de mesure... Il faut observer que les sous-jacents ne constituent pas nécessairement l'objet du contrat au sens des articles 1126 à 1130 du Code civil. Ceux-ci peuvent se référer à tel ou tel actif ou paramètre mais sans que celui-ci en constitue nécessairement l'objet¹¹. Le plus souvent ce dernier est constitué par le paiement d'une différence entre deux valeurs, à la conclusion et à l'échéance du terme¹².

Ces instruments, qui sont donc des contrats, peuvent être passés par toutes sortes d'opérateurs économiques : personne physique, personne morale de droit privé ou de droit public¹³ et organismes de placement collectif. Ils peuvent être mis en place dans le cadre d'une opération conclue de gré à gré, on

¹⁰ A.-D. Merville, « Typologie des contrats à terme », *RJ com.* 2013, n° 5, p. 373.

¹¹ En effet, si le sous-jacent est, par exemple, une variable climatique (la température ou la pluviométrie), il semble difficile d'imaginer sa livraison.

¹² P. Pailler, « Le rôle du terme et du sous-jacent dans la formation du prix. Analyse juridique. », *RJ com.* 2013, n° 5, p. 383.

¹³ Dans certaines conditions toutefois, voir l'article L. 1611-3-1 dans le Code général des collectivités territoriales.

parle alors de contrat « *forward* ». Cela peut permettre de répondre aux besoins des intéressés en construisant des contrats adaptés à la situation des acteurs. Les instruments financiers à terme peuvent également être traités sur un marché financier qu'il soit réglementé¹⁴ ou organisé¹⁵. Leur nature contractuelle et le fait que leur dénouement intervient à l'issue d'un terme prédéterminé explique que les modalités de leurs traitement sur les marchés financiers vont être différentes de celles prévues pour les titres (actions, obligations, etc.), ils seront appréhendés dans des marchés dits à terme¹⁶. Pour faciliter les opérations, les contrats proposés sur les marchés réglementés ou organisés sont standardisés. Dans ces conditions, un opérateur peut aisément dénouer son engagement en concluant un engagement de sens opposé, ce qui facilite la liquidité de ses instruments. De plus, sur ces marchés intervient une chambre de compensation qui, en cas d'incident, va se porter contrepartie pour que le marché continue de fonctionner. Les contrats financiers traités sur les marchés réglementés sont parfois appelés « contrats futurs »¹⁷. Ces marchés permettent la passation d'un grand nombre de contrats et de multiples transactions avant le dénouement de ces contrats.

Le rappel de ces mécanismes généraux va permettre de comprendre le risque que peuvent porter ces instruments lorsqu'ils concernent notamment les matières premières agricoles.

B. Le risque de spéculation non maîtrisée dans la mise en œuvre des instruments financiers à terme portant sur des matières premières agricoles.

Le problème peut être envisagé à partir d'illustrations concrètes. L'exemple élémentaire généralement choisi est celui d'un agriculteur qui souhaite être certain de pouvoir vendre son blé dans trois mois à un prix de 1000 euros. Il va passer un accord avec un cocontractant qui va s'obliger à lui acheter son blé dans trois mois à 1000 euros, quel que soit le cours du blé à ce moment-là. Ainsi, l'agriculteur sécurise la vente de son produit en éliminant le risque d'une baisse du cours du blé dans le temps. Son cocontractant pour sa part a un espoir de gain si le cours du blé augmente. Il faut noter que l'opération peut s'effectuer avec livraison effective du produit ou non. Dans ce dernier cas, l'agriculteur vendra son produit au cours du jour, il recevra 1000 de

¹⁴ Le marché réglementé est défini par les articles L. 421-1 à 421-3 du Code monétaire et financier.

¹⁵ Le marché ou système multilatéral de négociation organisé est défini par l'article 524-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En substance, il s'agit d'un marché qui n'a pas le statut de « marché réglementé », mais qui demande l'application des règles propres à ce type de marché.

¹⁶ Les marchés organisant la circulation des titres financiers sont qualifiés de « marchés au comptant ».

¹⁷ A.-C. Rouaud, « La faculté de désengagement dans l'opération de marché à terme », *RJ com.* 2013, n° 5, p. 391.

son cocontractant, si le cours est au-dessus de ce montant, il lui restituera la différence, si le cours est en dessous son cocontractant aura perdu cette différence. Au total, l'agriculteur aura bien vendu au prix qu'il souhaitait, sa contrepartie aura réalisé un gain ou une perte. La formule utilisée dans cet exemple est celle du contrat à terme portant sur un bien (évoquée plus haut).

Le mécanisme des instruments financiers à terme a permis également d'imaginer un système plus sophistiqué dans lequel est d'abord mis en place un indice de matières premières agricoles en utilisant les prix des contrats à terme des matières premières qui le composent. Puis, un instrument financier dont la valeur est liée à cet indice sera émis, par exemple par une institution financière. Ainsi ceux qui vont acquérir ce type d'instrument ne participent pas directement aux échanges sur les marchés à terme, ils en tireront cependant profit lorsque le prix des matières premières augmentent. Ces acquéreurs sont souvent des fonds qui diversifient ainsi leur portefeuille. Ce procédé a favorisé la financiarisation des marchés de matières premières agricoles puisque bon nombre d'institutions financières et de fonds importants ont eu recours à ces instruments ces dernières années. Même sans entrer dans la logique financière relativement élaborée qu'implique l'utilisation de ces instruments on comprend que, d'une manière générale, l'une des parties cherche à couvrir un risque et l'autre partie poursuit des objectifs de spéculation. Ces objectifs peuvent être légitimes, mais le fait qu'ils soient systématiquement liés implique qu'ils doivent s'accomplir de manière équilibrée.

Différentes pratiques ont montré notamment que le caractère abusif du volet spéculation pouvait constituer une difficulté au regard du marché réel des matières premières. Par exemple, le procédé dit des « manipulations croisées » qui consistent à tirer profit d'une action simultanée sur le marché physique et le marché dérivé conduit à jouer sur les cours de manière artificielle. Concrètement, c'est le cas lorsqu'un acteur prend une position longue très importante sur le marché à terme (il achète à terme des volumes importants) et acquiert en parallèle des volumes importants sur le marché physique. À l'approche de la date de règlement-livraison des instruments à terme, l'acteur en question ne clôture pas sa position, imposant donc à ses contreparties de livrer les volumes demandés. Par cette action l'opérateur a organisé une rareté du produit ce qui conduit mécaniquement à une hausse des prix à la fois sur le marché à terme et sur le marché au comptant. Ce type de manipulation est fortement réprimée aux États-Unis, ce pays a en effet mis en place une régulation structurée des instruments financiers à terme.

Ainsi, et sans être exhaustif, il est possible de constater que le procédé juridique qu'implique l'instrument financier à terme permet des comportements susceptibles de fausser le jeu normal des marchés, l'intervention d'un grand nombre d'acteurs ayant des préoccupations uniquement financière sur le marché au sens large du terme des matières premières agricoles multiplie le risque de réalisation de ces comportements. L'expérience a suffisamment

montré que lorsqu'un acteur économique peut avoir un comportement déviant avec un risque limité, il l'adoptera. En résumé, même si l'on se place seulement du point de vue économique, le système des instruments financiers à terme n'est pas suffisamment contrôlé pour éviter des dysfonctionnements du marché dans sa conception la plus libérale¹⁸. Il convient de rappeler qu'une variation des prix des matières premières agricoles peut avoir un impact sur la sécurité alimentaire et sur la solvabilité des producteurs, étant entendu que cet impact est mondial. Dans ces conditions, une supervision sérieuse de ces marchés se révèle utile, les États-Unis ont déjà avancé dans ce domaine, les autorités européennes commencent à appréhender la question et ont édicté diverses mesures en la matière.

II. Les mesures spécifiques prises par les pouvoirs publics sur les instruments financiers à terme portant sur les matières premières agricoles.

La crise financière et différentes crises alimentaires ont conduit les autorités nationales de bon nombre de pays à réfléchir sur les marchés de matières premières agricoles. Un G20 agricole s'est tenu à Paris en 2011 qui s'est notamment préoccupé de la transparence des marchés physiques et de la régulation des marchés financiers¹⁹. La même année l'Autorité des marchés financiers organisait un colloque sur la financiarisation des marchés de matières premières en s'interrogeant sur le rôle des régulateurs. Les autorités communautaires se sont également intéressées à la question sous l'impulsion de certains pays, dont la France. Un mouvement d'encadrement de certains instruments financiers ayant pour objectif de limiter la spéculation agricole est engagé. En effet, différentes mesures allant dans ce sens ont été prises (A), il reste à savoir si elles seront suffisantes(B).

A. L'instauration d'un début de réglementation spécifique

La réglementation relative aux instruments financiers à terme sur matières premières agricoles s'inscrit d'abord dans le dispositif qui a été mis en place ces dernières années pour sécuriser les échanges des produits dérivés et surtout pour rendre les marchés plus transparents et fiables²⁰. En effet, le

¹⁸ La question de l'encadrement du mécanisme doit donc se poser indépendamment de l'analyse économique que l'on choisit. Si l'on pense, par exemple, que le marché saura réguler tous les problèmes, encore faut-il que le marché fonctionne correctement.

¹⁹ V. « Ministerial Declaration action plan on food price volatility and agriculture - Meeting of G20 Agriculture Ministers » Paris, 22 et 23 juin 2011, disponible au lien direct suivant (consulté le 9 mai 2015) : http://www.oecd.org/g20/topics/agriculture-food-security/2011-06-23_-_Action_Plan_-_VFinale.pdf.

²⁰ La crise financière a révélé les dysfonctionnements du marché des dérivés, le sommet du G 20 de Pittsburg a lancé les réflexions conduisant à une réforme du marché de ce type d'instruments financiers.

règlement UE n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit, la directive n° 2014/65 du Parlement et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (dite MIF II) et le règlement n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (connu sous le nom de règlement EMIR : *European Market Infrastructure Regulation*) ont progressivement redessiné les conditions relatives aux marchés d'instruments financiers à terme, en prévoyant parfois le cas particulier des opérations portant sur les matières premières agricole.

Il n'est pas question de revenir sur l'ensemble des apports de ces différents textes. On peut retenir que d'une manière générale le législateur communautaire a prévu une obligation de compensation centralisée pour les instruments financiers à terme suffisamment standardisés. Ainsi, les contrats à terme ferme, d'option, d'échange et tout autre contrat dérivé portant sur des matières premières agricoles entrent normalement dans le domaine d'application de cette obligation. Pour la satisfaire, les transactions relatives aux instruments financiers à terme devront se faire dans des infrastructures de marché et non plus de gré à gré. En effet, la compensation est prise en charge par des opérateurs appelés chambres de compensation qui fonctionnent dans le cadre de ces infrastructures. Leur rôle est de s'interposer 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 acheteur²¹. Pour pouvoir accomplir cette tâche, elles vont édicter des règles et elles vont être conduites à surveiller les positions de leurs adhérents, à calculer les risques et à appeler les couvertures pour garantir ce risque. Autrement dit, elles vont sécuriser les transactions et les rendre plus transparentes. C'est pour cette raison que les autorités communautaires, relayant les experts du G 20 de Pittsburg, ont pensé que l'obligation de compensation apparaissait comme un instrument d'assainissement des transactions sur les instruments financiers à terme.

Il convient d'ajouter que la mise en œuvre de cette obligation de compensation sera placée sous la surveillance de l'Autorité européenne des marchés financier (AEMF) qui est chargée d'élaborer les normes techniques de réglementation et d'exécution des principes posés par le règlement EMIR du 4 juillet 2012 (précité). Elle veillera également à l'application cohérente des règles de l'Union par les autorités nationales de surveillance, en réglant leurs éventuels désaccords dans ce domaine. Il faut d'ailleurs noter que, dans cette optique, en ce qui concerne l'utilisation des instruments financiers à terme portant sur des matières première agricoles, les États membres et l'AEMF peuvent conclure des accords de coopération prévoyant l'échange d'informations avec des

²¹ Voir l'article L. 440-1 du Code monétaire et financier qui renvoie au 1 de l'article 2 du 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.

autorités, organismes ou personnes physiques ou morales de pays tiers en ce qui concerne la surveillance des personnes exerçant des activités sur les marchés dérivés de matières premières agricoles aux fins d'obtenir une vue globale des marchés financiers et au comptant²². De plus, si, comme elle en a le pouvoir, l'AEEMF décidait par mesure de précaution d'interdire ou de restreindre la commercialisation d'un instrument financier à terme portant sur des produits agricoles elle le ferait après consultation des instances publiques compétentes pour la surveillance, la gestion et la régulation des marchés agricoles physiques²³. Au total, on peut retenir que l'autorité régulatrice européenne surveillera les échanges d'instruments financiers à terme et accordera une attention particulière pour ceux qui portent sur les matières premières agricoles, en travaillant de concert avec les régulateurs du secteur considéré.

La mise en place de la législation communautaire a déjà eu quelques conséquences en droit interne. En effet, depuis l'ordonnance n° 2014-158 du 20 février 2014, l'article L. 511-8-2 du Code monétaire et financier prévoit qu'il est interdit à tout établissement de crédit intervenant sur les marchés d'instruments financiers à terme dont le sous-jacent est constitué, en tout ou partie, d'une matière première agricole de constituer des stocks physiques de matières premières agricoles dans le but d'exercer un effet significatif sur le cours de ces marchés de matières premières agricoles. Cette interdiction est de nature à empêcher la participation des établissements de crédit à une manipulation croisée des cours (voir plus haut). Il convient d'ajouter en ce qui concerne cette dernière pratique que le règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché a pris en compte de manière explicite les instruments financiers à terme qui font ainsi l'objet d'une surveillance particulière de ce point de vue²⁴.

De plus, ces mêmes établissements devront indiquer dans leur rapport annuel les moyens mis en œuvre pour éviter d'exercer un effet significatif sur le cours de ces matières premières agricoles²⁵. Dans le même ordre d'idée, dans les sociétés coopératives agricoles, il est prévu que l'organe chargé de l'administration de la société doit rendre compte dans son rapport de l'activité et du résultat de l'ensemble de la société, des filiales de la société et des sociétés qu'elle contrôle, par branche d'activité. Si ces sociétés détiennent des instruments financiers à terme dont le sous-jacent est constitué en tout ou partie d'une matière première agricole, ce rapport d'activité doit indiquer également

²² Voir l'article 88 de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MIF II).

²³ Voir l'article 40 du règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

²⁴ Ce règlement communautaire est accompagné par les articles 611-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

²⁵ Article L. 511-4-2 du Code monétaire et financier.

les moyens mis en œuvre pour éviter d'exercer un effet significatif sur le cours de ces matières premières agricoles²⁶.

En ce qui concerne le contrôle des positions, les entreprises de marché gérant les marchés réglementés ont la possibilité de mettre en place des mécanismes permettant de rejeter les ordres dépassant des seuils et des volumes de prix qu'elle a préalablement établis²⁷. Dans ce cadre, l'article 580-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers²⁸ prévoit qu'aucune personne n'est autorisée à détenir une position nette lorsque celle-ci excède une limite fixée par une instruction prise par le régulateur²⁹ sur des instruments financiers qui sont admis sur un marché réglementé en France et dont le sous-jacent est une matière première agricole, les transactions les concernant étant compensées par une chambre de compensation. Ainsi, le dispositif communautaire s'installe progressivement en droit interne.

Enfin, la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 sur la séparation et la régulation des activités bancaires qui a imposé aux établissements de crédit une filialisation de certaines de leurs activités spéculatives, interdit cependant à ces filiales, d'une part, les opérations de négoce à haute fréquence et, d'autre part, les opérations sur instruments financiers à terme dont l'élément sous-jacent est une matière première agricole³⁰. Cette interdiction témoigne de la méfiance du législateur pour ces opérations. Il reste à s'interroger sur leur portée.

B. Les interrogations sur la portée de la réglementation

La question se pose de savoir si la réglementation qui commence à se mettre en place a des chances d'être efficace. Il est en effet important de se demander si elle va permettre l'instauration d'une régulation de nature à contrôler le développement d'une spéculation non maîtrisée.

Les mesures prises pour l'instant laissent encore planer quelques doutes. Par exemple, en ce qui concerne les activités spéculatives censées être filialisées (voir plus haut), il semble, en réalité, qu'elles représentent une part très faible de marché. Dans ces conditions, l'interdiction des opérations sur instruments financiers à terme portant sur des matières premières agricoles qui a été faite à ces filiales n'aura pas un véritable impact. Les établissements de crédit pourront donc continuer à agir dans ce domaine, étant entendu cependant qu'ils devront satisfaire à des obligations d'information sur ce type de transaction (voir plus haut), ce qui constitue déjà une avancée.

²⁶ Article L. 524-2-1 du Code rural et de la pêche maritime.

²⁷ Article L. 421-16-2 du Code monétaire et financier.

²⁸ Issu d'un arrêté du 5 mai 2015.

²⁹ Instruction AMF, Marché à terme de matières premières agricoles - DOC-2015-04.

³⁰ Article L. 511-48 du Code monétaire et financier.

Le champ d'application de la réglementation mérite également attention. En effet, s'il est acquis que les établissements de crédit et les prestataires de services d'investissement entrent dans le périmètre des textes renouvelés, certains acteurs qui n'appartiennent pas à cette catégorie pourront, dans certaines conditions, mettre en place des instruments financiers à terme. L'examen des différents textes montrent que des opérateurs négociants en matières premières (qui ne sont donc pas des établissements financiers) pourraient être exemptés de l'application de divers aspects de la réglementation qui a été mise en place. De même, il faut signaler que certains contrats négociés par ces négociants pourraient ne pas entrer dans la catégorie des instruments financiers qui sont les seuls concernés par la législation financière, et ils pourraient ainsi être écartés de son champ d'application³¹.

En tout état de cause, il est encore un peu tôt pour délimiter précisément la portée du dispositif étoffé qui s'est installé ces dernières années. En effet, les développements qui précèdent ont permis de constater que la question est abordée de manière appuyée dans trois règlements communautaires importants³² et une directive³³ ainsi que par des réformes en droit interne. L'ensemble de ces dispositions n'a pas encore été complètement assimilé par les acteurs. Cette assimilation va intervenir progressivement sous le contrôle de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) qui va jouer un rôle essentiel pour la maîtrise de la spéculation relative aux instruments financiers à terme. Si le texte instaurant cette autorité ne lui pas confié expressément une telle mission, le règlement n° 648/2012 du Parlement et du Conseil du 4 juillet 2012 (dit EMIR, précité) renvoie fréquemment à ce régulateur qui va prendre en charge la question. La stabilisation du marché des instruments financiers à terme dépendra donc en grande partie de son action, l'avenir des contrats dérivés sur produits agricoles qui se négocient sur ces marchés sera en conséquence, conditionné par cette action.

³¹ H. Boucheta, « Pour un encadrement adapté des différents intervenants », *Revue Banque*, n° 778 *bis*, 2014, p. 56.

³² 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 ; règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers ; règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

³³ Directive n° 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.