

# Mariola Lemonnier

---

## La definition des instruments financiers - le probleme pratique et theorique : cas de la Pologne et la France

---

Studia Prawnoustrojowe nr 26, 127-144

---

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

**Mariola Lemonnier**

Katedra Prawa Finansowego

Wydział Prawa i Administracji UWM

## **La définition des instruments financiers – le problème pratique et théorique (cas de la Pologne et la France)**

Autour de la notion d'instrument financier s'ordonnent les textes régissant le domaine financier. C'est à partir de l'instrument financier que sont définis les marchés. Cette notion, au cœur du droit financier, n'a pas été définie par les législateurs. Le législateur souhait d'une approche pragmatique transcendant les concepts et se demande est le refus délibéré de conceptualisation. Le ton de cet article laisse à penser que la tentative de définition a échoué.

### **1. Le droit polonais**

La transposition des textes européens a mis le législateur français et polonais devant des choix de méthode: choix de l'énumération ou de la définition, choix de la portée de la disposition retenue. La notion d'instrument financier devenant le cœur du droit financier, on pouvait espérer que le législateur tenterait l'élaboration d'une définition. C'est pourtant la voie d'énumération qui a été préférée.

#### **1.1. L'instrument financier**

L'instrument financier a été une notion comprenant trop de catégories pour qu'il soit permis de parler d'une seule définition unique et cohérente. La loi sur le circuit public des valeurs mobilières a introduit la notion de l'instrument financier au dernier amendement à la loi. Cette notion couvre les valeurs mobilières négociables, les instruments de fonds d'investissement qui ne sont pas tous de valeurs mobilières, les instruments du marché monétaire, les contrats à terme, les contrats forward relatifs aux taux d'intérêt, les «swap» sur les actions, les «swap» sur les taux d'intérêt, les «swap» en monnaie étrangère ou bien les options d'achat ou de vente d'un des instruments financiers, les droits patrimoniaux dont le prix dépend directement ou indirecte-

ment des valeurs désignées quant au type de l'objet, des types déterminés de l'énergie, des mesures et limites de taille de production ou bien des émissions de pollution (instruments de marchandise dérivés). Les instruments financiers sont également d'autres instruments admis ou supposés l'être à la circulation sur le marché réglementé de la République de Pologne ou un pays membre de l'Union Européenne.

Dans la loi sur la circulation des instruments financiers, sont énumérés les instruments financiers divisés en ceux qui sont valeurs mobilières et ceux qui ne les sont pas. La notion d'instrument financier est donc plus large que la notion de valeur mobilière. Ne sont pas instruments financiers les chèques et les traites malgré le fait qu'ils soient des valeurs mobilières.

Vu une grande profondeur de la notion d'instrument financier et sa grande importance dans la pratique, il existe des idées qui présentent une approche semblable à la notion de valeur mobilière où la difficulté résulterait des difficultés de qualification des instruments financiers. Autrement dit, la définition satisfaisante d'instrument financier n'ayant pas été trouvée, le manque de définition homogène et unique de valeur mobilière a été pris pour une situation normale<sup>1</sup>.

Les conséquences en sont compréhensibles dans la théorie mais dans la pratique, elles signifient une diversité de définitions, de qualifications juridiques, d'autres droits généraux applicables dans des cas similaires, incohérence et imperfection de droit civil et de droit de comptabilité et ce qui en résulte, des difficultés de droit fiscal. Le problème n'est donc pas de nature particulière.

L'innovation financière mène à un développement des instruments, et au cours des dernières années, elle mène à la fondation de nouvelles organisations de marchés. Nous avons souvent affaire à la négociation du prix d'instrument, la notion de l'instrument qui devient de plus en plus énigme<sup>2</sup>. Cette solution de marché devient alibi pour le législateur qui pourrait toujours faire reculer le problème posé vers la nature ou le fond d'instrument financier ce qui à la fin, ferait plutôt échapper à la recherche de la solution du problème<sup>3</sup>.

Sans aucun doute, la pratique devance la loi en matière d'instruments financiers, d'où la liste d'instruments devenant leur définition est un exemple de solution pratique. Elle reflète également l'influence de tradition et expérience anglo-saxonnes sur les marchés financiers. Faut-il donc considérer les traditionnelles conceptions législatives continentales écrites et basées sur les lois et codes comme des conceptions soutenues par la loi européenne et pragmatique? L'idée d'assimiler certains instruments financiers comme p.ex. les instruments dérivés de valeurs mobilières se heurtent à des contradictions dans la pratique de comptabilité ou d'économie. C'est justement les conséquences de classement et non de qualification des instruments. La

---

<sup>1</sup> H. De Vauplaine, J-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec 1998, p. 36, 1; M. Lemonnier, *Les modèles européens d'instruments financiers*, Wolters Kluwer, 2011, p.13.

<sup>2</sup> F. Peltier, *Marchés financiers et droit commun*, Banque éd. 1996, p. 21.

<sup>3</sup> D.-R. Martin, *Du titre et de la négociabilité*, Dalloz 1993, Chroniques.

situation ne change pas, même au niveau de droit européen qui s'intéresse sérieusement au problème mais qui ne le résout pas.

La conception de valeur mobilière est une conception plus ancienne et mieux fondée par la doctrine que la conception d'instrument financier. La valeur mobilière comme institution subit de l'hybridation permanente d'où viennent toutes les tentatives visant à en faire découler de nouvelles catégories. Ceci devient certainement une base pour la suite de divagations.

## 1.2. L'instrument financier en approche économique

En économie, les instruments financiers deviennent l'outil à caractère monétaire utilisé par les sujets publics et privés afin de créer la politique économique et sociale<sup>4</sup>.

Dans le contexte économique, les instruments sont nommés des engagements financiers, pouvant devenir en conséquence les prestations patrimoniales des parties. Pour l'émetteur – elles sont engagements, pour l'investisseur – les actifs<sup>5</sup>. Il est clair que cette caractéristique ne s'applique pas à tout instrument et qu'il ne s'agit pas de chaque instrument financier.

Une autre conception d'instrument financier se réfère à la transaction et à son calcul. Les instruments expriment les engagements financiers des sujets par rapport aux autres sujets. Pour les émetteurs, ils sont des passifs, pour les possesseurs – ils sont composants des actifs. Il est donc proposé d'accepter les instruments financiers comme contrats liés au paiement et acquisition des moyens financiers ainsi qu'une garantie contre le risque financier dont l'objet sont les ressources financières<sup>6</sup>. Cette différence entre définitions et théories impose de nombreuses remarques puisque les notions de valeur mobilière et d'instrument financier ne sont pas sans équivoque et, la réalisation des transactions – l'est.

La nécessité des précisions des notions juridiques ne vient pas de purisme juridique mais elle est une adaptation indispensable des notions générales aux actes administratifs et de droit civil en vue de régularisation des origines d'instruments et de l'adaptation de ces actes aux lois comptables et fiscales à appliquer aux étapes finales des transactions financières.

L'Etat réalise ses objectifs par l'intermédiaire des instruments financiers de caractères fiscaux ou de capitaux (impôts, taxes, obligations du Trésor, bon du Trésor), monétaire (taux d'intérêt, taux de réserves obligatoires etc.). Dans le domaine monétaire, l'Etat dispose ou bien peut disposer de taux d'intérêt, taux de change, taux de réserves obligatoires (en monnaies étrangères ou locales).

L'Etat influence les sujets économiques aussi bien grâce aux instruments financiers de contrainte qu'aux instruments financiers de marché.

---

<sup>4</sup> S. Owsiak, *L'essentiel de finances*, PWE, Warszawa 2002, p. 297

<sup>5</sup> B. Pietrzak, Z. Polański, *Les systèmes financiers*, PWN, Warszawa 1999.

<sup>6</sup> J. Kudła, *Les instruments financiers*, Key text sp. z o.o., Warszawa 2002, p. 12; J. Terray, *Pour une clarification juridique des instruments financiers*, «RDBancaire et Boursier» 1987, n° 1.

Les sujets privés, institutions prêtant des services d'investissement, les institutions financières et autres semblables, disposent aussi des instruments comme les provisions, marges, forfaits, crédits, prêts, taux d'intérêts etc. Les sociétés réalisent, par l'intermédiaire des instruments financiers, les objectifs tels que la croissance du capital actif ou d'investissement. Les autres instruments ont pour but les garanties et les assurances de l'activité, la couverture des frais etc.

Les assurances sont un instrument de caractère socio-économique puisque selon le type d'assurances, elle peuvent protéger contre les changements défavorables de la situation sociale de pays. La situation est semblable dans le domaine de fonds de retraite, dont le caractère d'instrument purement économique est, hélas, difficile à prouver. Ces fonds réalisent en même temps la politique sociale. Une confirmation de cette division est une précision des instruments et de règlements juridiques dans la loi polonaise et le droit communautaire, même si les instruments présentaient des traits semblables plus aux instruments économiques.

Les instruments d'investissement, forment encore une catégorie générale comprenant les instruments du marché monétaire, ou des marchés de capitaux<sup>7</sup>. Les instruments financiers sont liés à des paiements, acquisition des fonds financiers et assurances.

### 1.3. L'instrument financier dans l'approche juridique

La qualification légale des instruments financiers, de même que celle des valeurs mobilières fait partie des analyses intellectuelles, où il serait à trouver des éléments importants et suffisants pour faire absorber un phénomène par une institution légale déjà existante. La loi sur la circulation des instruments financiers devient règlement relatif aux instruments financiers. Le législateur polonais a introduit une liste d'instruments financiers en les précisant et en appliquant la division en instruments ordinaires et instruments financiers de courtier. Dans le cadre d'instruments financiers sont introduits, comme une catégorie d'instruments financiers à part, les titres participatifs, jusqu'à présent inconnus dans la loi polonaise.

Sont instruments financiers les valeurs mobilières et n'étant pas valeurs mobilières, les parts dans les institutions d'investissement collectif, les instruments du marché monétaire, les instruments à terme et d'autres instruments de comptabilité équivalents, les «forward» sur taux d'intérêt, les «swap» d'actions, les «swap» sur les taux d'intérêt, les «swap» sur les devises, les options sur les instruments financiers, les options sur les taux d'intérêt, sur les devises, les options sur les options et d'autres instruments financiers similaires estimables en monnaie. Ces instruments, à part les valeurs mobilières, sont compris dans lesdits instruments financiers de courtier.

Comme faisant partie d'instruments financiers nous comptons également des dérivés de marchandises et autres instruments s'ils sont admis à la circulation sur le marché réglementé dans le territoire d'un pays membre ou si leurs démarches visant à y être sont en cours.

<sup>7</sup> K. Jajuga, T. Jajuga, *Investissement. Instrument financier, risque financier, l'ingénierie financière*, PWN, Warszawa 2000, p. 17.

Certaines catégories d'instruments sont exclues de la loi sur l'offre publique ce qui signifie qu'elles peuvent être offertes dans la circulation publique et non à travers une offre publique afin qu'elles s'adressent à plus de 100 personnes ou bien à un destinataire non désigné, offre adressée en forme libre, comme information sur les conditions d'acquisition des valeurs mobilières, devenant suffisant comme base pour la prise de décision sur l'acquisition de telles valeurs mobilières. Les exclusions s'adressent uniquement aux valeurs-instruments tels que valeurs mobilières de banque, certificats de dépôt, valeurs mobilières du marché monétaire à délai de réalisation – à partir du jour d'acquisition en circulation primaire – ne dépassant pas un an.

La définition légale de l'instrument financier dans la législation polonaise relative à la comptabilité<sup>8</sup> se réfère sans aucun doute au droit des obligations et, en particulier au droit des contrats.

L'instrument financier est un contrat, qui entraîne la création des actifs financiers chez une partie et l'obligation financière ou l'instrument de capitaux chez l'autre partie. La conclusion d'un contrat doit faire naître des effets économiques précis, doit contenir l'information sur la portée et le caractère de l'instrument, indiquer les éléments importants pour le contrat comme le montant, le délai, le niveau de risque pour les recettes ou les dépenses. L'obligation contenue dans le contrat peut être conditionnelle ou inconditionnelle. Les éléments de l'instrument sont: le contrat en forme écrite ou orale, la naissance des droits et d'obligation en forme d'engagement ou d'instrument de capitaux. Le troisième élément, est la nécessité de présence des effets économiques concrètes.

L'instrument financier est considéré comme l'institution de droit d'obligations puisqu'il est nommé contrat entre les deux parties réglant la dépendance financière.

Dans le sens de la loi comptable, l'art. 3.1. point 23, est l'instrument financier le contrat qui fait naître les actifs financiers chez une partie et les obligations ou l'instrument de capitaux chez l'autre partie à condition qu'il résulte du contrat des effets économiques indépendants de caractère inconditionnel ou conditionnel d'obligations. Sur base de la loi comptable, ne sont pas considérés comme instruments financiers les contrats de transmission des droits de valeurs mobilières jusqu'au temps de la conclusion du contrat de comptabilité de la transaction lorsque l'exécution de ce contrat exige la délivrance des valeurs mobilières dans un délai précis, également en ce qui concerne les valeurs mobilières dématérialisées, quand la transmission des droits de valeurs mobilières a lieu. Au cours de la période entre l'achat et la vente des valeurs mobilières sur le marché réglementé – à la Bourse des Valeurs Mobilières, ou bien sur le marché bancaire, l'opération n'épuise pas d'éléments de la définition d'instrument financier.

En plus, sont éliminés de la disposition susmentionnée également les réserves et les actifs à titre d'impôt sur le revenu avec prorogation du délai de paiement, certains contrats sur garanties financières, les actifs et les engagements à titre de programme

---

<sup>8</sup> Loi du 27 mars 2002 sur comptabilité, J. des L. 76, nr du texte 694.

pour salariés et aussi les contrats de fusion des sociétés de certains types, les contrats imposant le devoir de paiement suivant les conditions climatiques, géologiques ou autres facteurs naturels. Sont exclus de la catégorie d'instruments financiers sur base de la disposition et IAS (International Accounting Standards) 32 et 39 des instruments de capitaux tels que les parts délivrées ou émises par les sociétés, les options sur les actions propres, les droits de souscription, les warrants ou les droits aux actions et autres instruments s'ils deviennent les capitaux propres.

Les exclusions susmentionnées ne sont pas toujours conformes à IAS 39, d'où malgré l'exclusion, il faut appliquer la législation susmentionnée tout en se basant sur IAS<sup>9</sup>.

Les dispositions de droit comptable règlent les questions d'instruments financiers dans de différents domaines et suggèrent l'existence des instruments en forme d'obligations financières ou actifs financiers ou instruments de capitaux et en même temps, ils exigent une comptabilité séparée pour les instruments ainsi approchés. Conformément à la loi sur la comptabilité, les actifs financiers comprennent les actifs monétaires, les instruments de capitaux émis par d'autres sociétés mais également, résultant du contrat le droit à réception des actifs monétaires ou bien le droit à l'échange des instruments financiers avec une autre unité à des conditions avantageuses. Les conditions avantageuses signifient les moyens financiers obtenus ou bien leur équivalent. Parmi les actifs monétaires étant les actifs financiers il y a entre autres les moyens nationaux de paiement, les devises (les valeurs mobilières en monnaies étrangères), les intérêts courus des actifs financiers, les intérêts détachés de la valeur excédentaire au jour du bilan.

Les actifs financiers pour être qualifié comme tels doivent assurer l'actuel droit à l'obtention des moyens financiers<sup>10</sup>.

Seront donc les actifs financiers les parts, les actions, les titres de créances. Dans la classification des valeurs mobilières comprise à la loi comptable, nous nous servons de la notion venant de la loi sur circuit public des valeurs mobilières.

Les obligations financières sont les obligations qui doivent être réglées par la transmission de patrimoine financier du sujet ou bien par l'échange à un autre instrument financier tels que les actions ou les obligations propres. Les obligations financières sont des obligations de l'unité à des conditions potentiellement désavantageuses. Elles peuvent comprendre les instruments détachés de valeur négative le jour de l'évaluation ou bien les titres propres de créances émis.

Les instruments de capitaux sont des contrats dont il résulte le droit aux biens de l'unités restés après avoir satisfait ou assurer tous les créanciers mais aussi, les obligations de sociétés à l'émission ou à livraison des moyens de capitaux propres. Le sont en particulier, les parts sociales, les options pour les actions, le droit de souscription, les warrants, les droits aux actions, les obligations convertibles en actions. L'instrument de capitaux est un instrument à long terme. Il résulte des notions ci-devant que

<sup>9</sup> J. Godlewska, *Les instruments financiers*, „Rachunkowość” 2002, nr 5, p. 14.

<sup>10</sup> A. Helin, K.G. Szymański, *La comptabilité financière des sociétés des capitaux*, Warszawa 2001, p. 577.

l'instrument financier fait associer la transmission, la délivrance ou la réception de l'actif financier.

#### **1.4. Les autres conceptions de l'instrument financier**

Les instruments financiers ont été divisés, conformément à l'article 32 et 39 des IAS en instruments primaires, instruments dérivés et instruments composés. Les instruments primaires, quoique non définis dans le règlement du Ministre des Finances du 12 décembre 2001 relative aux principes particuliers d'admission, de méthodes d'évaluation, de révélation et de manière de présentation des instruments financiers, entraînent la création des droits et devoirs patrimoniaux. Font partie des instruments primaires les instruments monétaires (dépôts, obligations, actions, prêts et créances), les instruments non matériels – comme par exemple les traites payables en actions. L'instrument monétaire, conformément aux IAS 32 art. 5, sont les actifs, les engagements financiers qui seront obtenus ou payés dans un délai précis. Il s'agit des obligations, des traites, des chèques, commercial paper, des placements à terme, des créances et des crédits.

En conséquence de la réalisation de l'instrument naissent des futurs paiements devenant le remboursement d'investissement pour l'ayant droit et, les frais – pour l'émetteur. Un trait des instruments monétaires est le remboursement ou la dépense d'un montant fixe.

Le législateur introduit la notion d'instruments combinés, comme étant une combinaison d'instruments primaires ou d'instruments primaires et dérivés, telle que, par exemple, l'obligation convertible en actions qui est une valeur mobilière ou l'obligation de second type à l'option call considérée également comme valeurs mobilières.

On appelle l'instrument combiné un contrat composé de l'instrument de capital et de l'engagement financier ou de l'engagement d'un autre caractère. L'instrument incorporé est défini de manière fonctionnelle puisque suite à l'incorporation des instruments, une partie ou la totalité des transferts monétaires du contrat change, de même qu'aurait changé l'instrument incorporé.

Les instruments de substitution sont des contrats dont l'objet sont les marchandises telles que les contrats de marchandises à terme, les options et swaps prévoyant pour une des parties le droit à comptabilité de l'engagement à travers les moyens financiers ou les marchandises de la valeur déterminée.

Une évolution des notions dans les finances mondiales s'exprime par la conception des instruments financiers reflétant le comportement de l'investisseur vis à vis du risque. Il est possible de classer les instruments financiers parmi les valeurs mobilières de la seconde génération mais ceci est un classement qui embrouille l'image des marchés financiers contemporain.

Le marché financier se divise en marché de financement et le marché d'instruments financiers. Le premier comprend les actions, obligations, valeurs du Trésor et autre valeurs servant à satisfaire les besoins financiers des sociétés ou d'autres entités. Le second comprend – comme le nom l'indique – les instruments servant au transfert

du risque. Parmi ce genre d'instruments nous trouverons des instruments dérivés ou bien les instruments d'underwriting.

Cette division proposée concernant le marché d'instruments de financement et le marché d'instruments financiers est pragmatique bien qu'elle ne résolve pas tous les problèmes liés au classification des valeurs mobilières contemporaines. Certaines d'entre elles si situent entre l'instrument et le moyen de financement de l'entreprise. Le droit de souscription qui n'a pas été réalisé est seulement un moyen potentiel de financement et conformément à l'intention de sa naissance, sert à assurer les intérêts des actionnaires actuels à couvrir le risque. Ce n'est pas sans raison que le droit à souscription est nommé précurseur des instruments dérivés.

Les instruments financiers, en particulier les instruments dérivés sont divisibles selon le type d'engagement contenu, en instruments à engagement définitif et engagement conditionnel. Une autre division est celle résultant de la direction de risque, s'agit-il d'un engagement pris ou d'une cession; les transactions sont donc divisées en protectrices et spéculatives (quoique ces dernières signifient les transactions passées en vue d'obtenir des bénéfices extraordinaires). Un autre trait des instruments est le type et la valeur de l'actif primaire sur lequel l'instrument dérivé est basé. D'autres traits ne sont plus de traits spécifiques mais porte bien sur la période déterminée de réalisation ou de la date de réalisation, la possibilité de conclusion d'une transaction adverse et de cette manière l'expiration des engagements issus de la transaction, la possibilité de livraison de l'instrument de base ou bien le remboursement de la différence de prix nommé cash settlement. Le IASC (International Accounting Standards Committee) organisme chargé de favoriser l'émergence de règles comptables globales définit les instruments dérivés, justement de manière fonctionnelle. Ils sont la source des droits et devoirs et, servent à transférer le risque caractéristique pour l'instrument de base (primaire). La valeur de l'instrument dérivé reflète les changements de valeur des instruments dérivés. Il est à observer également une relation inverse.

En somme, il est possible d'en tirer la conclusion que l'instrument financier ne sert pas avant tout à financer les besoins de l'émetteur ou du vendeur mais principalement à gérer le risque.

L'instrument dérivé bien qu'il figure comme valeur mobilière dans la loi sur le circuit public des valeurs mobilières est défini dans le droit comptable et le droit fiscal. Également, la loi sur les fonds d'investissement a introduit la notion des instruments dérivés conformément à la loi sur le circuit public mais elle a ajouté les catégories de dérivés non-normatifs existant sur le marché organisé, dont le contenu est ou peut être l'objet de négociations entre les parties (art. 2 point 19).

Le droit comptable se réfère clairement au risque qui est un élément fondamental de la définition. La définition détaillée est présentée par la disposition relative aux instruments financiers. L'instrument dérivé doit se caractériser par trois éléments: la dépendance du changement de l'instrument de base (primaire), son acquisition n'entraîne petite dépense initiale ou bien la valeur nette de dépense est basse en compara-

ison aux valeurs d'autres types de contrats, dont le prix dépend du changement des conditions de marché, et le règlement aura lieu dans l'avenir<sup>11</sup>.

La typologie des instruments négociables peut se baser sur quelques autres critères. Le premier c'est le rapport à la définition doctrinale de la valeur mobilière. Il existe alors des instruments qui ont été créés par la division des valeurs mobilières (p.ex. les actions avec le droit de vote, les actions sans droit de vote, les instruments fusionnés ou convertibles en autres instruments et, à la fin ceux dont la définition se base à l'omission de la définition de la valeur mobilière, bien que ces instruments soient nommés valeurs mobilières malgré très peu de ressemblances aux valeurs mobilières (instruments dérivés). D'où, il est possible de parler des instruments financiers de la première et seconde génération, le premier trait résulte du caractère, le second de la forme. De même, il est possible de diviser les instruments en instruments primaires et ensuite diviser les instruments primaires en ceux étant un combiné des instruments classiques et dérivés. Les instruments de la troisième génération sont des transactions classiques dérivées futures, forward, options, warrants, swaps, les instruments de la quatrième génération sont les dérivés sur les dérivés.

Une autre tendance dans la typologie des instruments est l'apparition des instruments créés individuellement pour investisseur, en aboutissant même à la création des instruments inaccessibles dans la réalité. En même temps naissent des instruments standard qui deviennent une offre de masse pour investisseurs.

Un autre critère de la division des instruments financiers est plutôt de caractère technique. Il s'agit de la division en instruments de marché monétaire, de capitaux et de devises étrangères, et parmi eux, en instruments à un taux d'intérêt fixe ou variable ou bien en instruments à long, moyen ou court terme. Bien évidemment, ces divisions ne seront pas toujours exactes et complètes puisque nous avons affaire à une division du marché, et ce dernier s'inspire de la rapidité, du bénéfice, de la sécurité de transaction et de négociabilité, des paramètres techniques et économiques et non des définitions. Cependant, se référer à la définition semble parfois nécessaire, en particulier dans des situations de conflit.

Ce qui caractérise les marchés financiers contemporains, c'est un changement des fonctions des institutions financières. C'est l'investisseur qui donne le crédit et la banque fournit les moyens à travers leurs placements sur le marché. L'élément de plus grande importance sur le marché est la séparation du risque à court terme en investisseurs respectifs, toutefois, le risque à long terme reste transféré vers les banques en forme des crédits garantis pour investissements à long terme. Cela implique alors le type d'instrument utilisé. Avec ces instruments, l'investisseur obtient le taux d'intérêt plus avantageux qu'en cas d'apport à terme et une diversification des placements plus grande.

---

<sup>11</sup> M. Dusza, *La compagnie globale dans les monde des finances. Marché des capitaux 2002*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 10; W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Ingénierie financière*, Warszawa 1999, p. 38.

A part la classification susmentionnée, il est possible d'admettre une division des instruments par rapport à l'émetteur. Commercial paper ce sont des instruments émis, en principe, par des émetteurs non-financiers tandis que l'instrument émis par une institution financière s'appelle un certificat de dépôt (certificate of deposit). Face à un manque de définition légale de l'instrument, cette division n'est toujours pas confirmée en pratique.

Une autre manière de description de cet instrument type de marché que représente le commercial paper est son approche fonctionnelle, l'observation du développement des formes des crédits des sociétés – depuis le crédit jusqu'aux valeurs négociables (titres, instruments) de créances.

Le fond du développement des instruments financiers est une fuite des investisseurs des risques classiques liés au crédit d'investissement, en vue de sa diversification et son transfert à un autre sujet. Un passage du crédit à la valeur mobilière est un phénomène significatif. La création du crédit négociable contenu dans l'instrument possédant certains traits de valeur mobilière et permettant l'introduction sur le marché secondaire est un des aspects de sécurisation. La vente, la conversion du crédit d'investissement, la division de ses garanties sont des éléments entraînant la naissance d'un processus de sécurisation largement compris.

Il faut souligner à la marge, que le développement de méthodes modernes de financement fait forcer un changement de rôles des banques dans le monde financier contemporain. Le rôle de financements directs diminue et celui de l'organisateur du marché ou de l'intermédiaire augmente. La fonction importante du secteur bancaire devient d'accorder des lignes de crédit garanties adaptées aux besoins du client ou d'autres formes de garanties de crédit lesquelles à part d'être un moyen de garanties hors bilan, facilitent avant tout la négociabilité des instruments-mêmes, assez souvent détachés et devenant un instrument séparé, lui-même également négociables sur le marché.

Une autre division des instruments digne d'être signalé est celle qui se réfère au règlement de la transaction où les instruments remplissent les fonctions de paiement puisqu'ils sont fortement liés à l'argent. Il existe parmi ces instruments des crédits documentaires, chèques et cartes de crédit. Les instruments financiers qui satisfont la demande d'argent sont: les salaires, les allocations, les prêts, les crédits, les dédommagements, les polices d'assurances, les bénéfices de placements etc. Ces instruments financiers sont donc les instruments de financement.

Les instruments de placement ont pour but le bénéfice, une croissance de capitaux investis. Il s'agit donc des actions, obligations et instruments dérivés de caractère spéculatif. Les instruments à caractère d'impulsion sont des paiements, impôts et taxes douanières. Le caractère de prix de l'instrument signifie remplir par cet instrument une fonction de mesure de la valeur. Parmi les instruments de prix il est à distinguer les instruments protecteurs et les instruments visant au bénéfice.

Les instruments financiers remplissent de différentes fonctions économiques. Il y a parmi eux les instruments participatifs et les instruments de créance, les instruments satisfaisant la demande d'argent ou les instruments de garantie ou de règlement.

Les divisions des instruments peuvent se référer au caractère de pouvoir résultant de l'instrument, à la manière de sa création ou bien à la manière de l'arrivée du bénéficiaire. Par rapport à l'émetteur – il existe des instruments indirects et directs. Il existe également les instruments réels et les instruments non réels.

Bien évidemment, ces divisions ne sont pas toutes complètes et suffisantes puisqu'il existe de nombreux critères s'adressant aux différents marchés ainsi que de nombreuses pratiques.

L'instrument financier est un produit du marché financier et c'est l'organisation du marché qui joue un rôle important dans la formation des instruments offerts sur le marché.

## 2. Les remarques relatives à la valeur mobilière et à l'instrument financier dans le droit français

La notion de la valeur mobilière dans le droit français n'est pas une catégorie uniforme, étant donné que chaque acte normatif impose à la notion une signification relative.

### 2.1. Valeurs mobilières

De manière générale, sont considérées comme valeurs mobilières les titres émis par une société par actions transmis conformément aux procédures simplifiées de droit commercial<sup>12</sup>. Ils représentent les droits des actionnaires ou des détenteurs. Les valeurs mobilières à fonctions de règlement telles qu'une traite ou un chèque – les effets de commerce pris pour les dettes négociables conformément à la législation de droit civil lesquels ne peuvent pas être cotés à la bourse. Une traditionnelle discussion en France, s'est limitée depuis longtemps à une différenciation entre les instruments du marché monétaire et les valeurs mobilières.

La loi du 24 juillet 1966 relative aux sociétés commerciales a octroyé aux valeurs mobilières une définition purement descriptive, qui a privilégié la forme de papier. Dans ce cadre, le droit français indiquait deux catégories des valeurs mobilières: les actions et les obligations. L'action est un document représentant une partie de capitaux de la société qui rend possible en même temps la réalisation des droits et des engagements des actionnaires. L'obligation représente la part d'un emprunt et le détenteur de l'obligation devient un donneur d'emprunt et non actionnaire de la société.

Le changement de catégorie est survenu à travers la détermination de la nature des droits contenus dans les valeurs mobilières suite à la création des actions privées de droit de vote, des certificats d'investissement, des valeurs mobilières transformées ou composées et des titres proches aux valeurs mobilières quoique ne l'étant pas par leur fond.

<sup>12</sup> D.R. Martin, *De la nature corporelle des valeurs mobilières* (et d'autres droits scripturaux), Dalloz 1996, c.7.ch.; P. Le Cannu, *L'amibiguïté d'un concept négatif: les valeurs mobilières*, «Bull. Joly» avril 1993, p. 395.

Grâce à la loi du 14 décembre 1985, on a introduit les valeurs mobilières composées ou mixtes avec les règlements particuliers – les obligations soumises à la conversion, les obligations convertibles et les obligations avec droit de priorité. Il est apparu une tendance de changement d'approche de l'action ayant trait à un «délayement» de droit de vote considéré pendant très longtemps comme un attribut de base de l'actionnaire.

La dématérialisation a certainement contribué à une réflexion concernant la notion de la valeur mobilière tout en aboutissant à une constatation concernant des définitions traditionnelles de la valeur mobilière, en faveur de son évolution. L'article 94-II de la loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981 ainsi que le décret n° 83-359 du 2 mai 1983 ont entamé ce que les praticiens appelaient «dématérialisation» des titres.

Il a été introduit le principe que les titres des valeurs mobilières sont matérialisés uniquement à travers l'inscription en compte nominatif de leur titulaire. C'est justement dans ces conditions là qu'il était possible de constater que la disparition d'un porteur matériel de titre au porteur titulaire avait transformé les valeurs mobilières en biens non matériels.

La France a adopté le concept de dématérialisation basant d'un côté sur le devoir de déposer tous les titres disponibles chez un intermédiaire et, d'un autre sur l'incontournabilité de mécanisme défendant la conversion des titres inscrits en comptes créés de nouveau sur un porteur en papier. En Belgique ou en Espagne, les valeurs dématérialisées sont devenues une nouvelle catégorie des valeurs mobilières à côté des titres au porteur ou porteur titulaire. La France a choisi la dématérialisation qui précise la manière des transactions et de possession des titres. La différence toujours existante entre les titres nominatifs et les titres au porteur est ramenée à une précision de l'organisme chargé de tenir le compte, l'émetteur ou l'intermédiaire financier agréé qui assure à ses clients l'anonymat vis à vis de la société émettrice. L'inscription en compte est comprise comme un moyen de réalisation de la «possession» des titres. L'article 47 bis de la loi n° 83-01 du 3 janvier 1983 précise que le transfert de propriété des titres (cotés) résulte de leur inscription en compte de l'acheteur. La dématérialisation des valeurs mobilières est devenue pour ses auteurs uniquement une modernisation et non un bouleversement juridique s'adressant au transfert de propriété doctrinal et à la législation française.

Les rapports entre les parties d'une transaction relative aux valeurs mobilières sont réglés par les articles 1583 et 1591 du code civil français. La vente entre les parties est effectuée et la propriété légalement acquise par l'acheteur du moment de l'accord, en cas des titres cotés, du moment de la transaction à la bourse.

En France, les prescriptions légales relatives à la dématérialisation ont été introduites afin de permettre la suppression totale de l'anonymat des investisseurs vis à vis des administrations fiscales. Indépendamment des questions fiscales, la réforme devait être introduite afin de simplifier les opérations de gestion des valeurs mobilières et de faire baisser les coûts de transactions. En France, la suppression de document papier n'a jamais été remise en question bien qu'en 1986, l'impôt sur les fortunes fut abrogé,

celui-ci ayant visé au contrôle des biens des sujets (avant qu'il soit réactivé plus tard sous forme de l'impôt de solidarité sur la fortune).

Les valeurs mobilières et les différents instruments financiers deviennent l'objet d'inscription en compte.

Le compte est tenu par l'émetteur si les valeurs mobilières sont en forme nominative, ou bien par l'intermédiaire financier agréé par le Ministre Français de l'Economie, des Finances et du Budget, si elles ont la forme au porteur. En pratique cela signifie qu'il faut introduire la différence entre les comptes ouverts chez l'émetteur et les comptes ouverts chez un intermédiaire financier, conformément à l'appellation actuelle, les comptes dans une société de services d'investissement.

La jurisprudence française a confirmé que les dispositions relatives à la dématérialisation ne transgressent pas de prescriptions générales concernant la vente et en particulier celles qui soumettent la validité de la vente au contrat et plus précisément au prix déterminé ou bien à déterminer se rapportant à l'objet de la vente. D'un autre côté, une partie de jurisprudence civile a considéré les valeurs mobilières comme objets désignés par un genre, pour lesquels le transmis des droits se fait pendant l'individualisation. Finalement, l'individualisation a été considérée comme une dernière étape de l'évolution des actes abstractifs, cette évolution issue des origines de l'idée des valeurs mobilières.

La loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative au fonds de placement collectif a décrit la notion de valeurs mobilières comme – considérés comme valeurs mobilières pour l'application de la présente loi les titres émis par des personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine. Cette loi accorde la qualité de valeurs mobilières aux participations à des créances dans des fonds d'investissement pendant que les fonds de ce genre étaient privés de personnalité juridique.

Parmi les différentes conceptions de la valeur mobilière il y avait celles qui prenaient pour critère la manière de financement – à long ou à court terme – ou bien le type de clients auxquels la valeur mobilière était adressée. Aucune de ces conceptions n'est devenue universelle. Conformément à l'article 529 du code civil français «sont meubles par la détermination de la loi les obligations et actions qui ont pour objet des sommes exigibles ou des effets mobiliers, les actions ou participations dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie...» Mis à part le caractère de la terminologie, il est certain que la désignation des valeurs mobilières peut se référer uniquement aux effets mobiliers.

La conception de la nature matérielle des valeurs mobilières à été anéantie pour la valeur mobilière est devenue un porteur de droit, un acte écrit ne crée pas de droit mais, tout simplement, le constate.

La loi du 30 décembre 1981 a renouvelé la discussion sur le caractère des valeurs mobilières. Elle a permis de remplacer le document papier par l'inscription en comp-

te. Cette inscription, différemment de la situation s'appliquant aux titres nominatifs n'a pas lieu sur les porteurs matériels que sont les registres mais sur les porteurs magnétiques. Dans ce sens, le caractère non-comptant des valeurs mobilières devient plus universel, grâce aux procédures informatiques qui facilitent leur circuit et leur dépôt, et, les droits de chaque détenteur résultent de l'inscription en compte.

A l'article 1<sup>er</sup> de la loi française n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, dite loi MAF, figure la liste des instruments financiers mais la notion des valeurs mobilières a été absente.

Trois institutions ont été en vigueur en France auparavant: les valeurs mobilières, effets de commerce et titres de créances négociables. Une description des effets de commerce a été esquissée dans la doctrine et elle a été négligée quant aux valeurs mobilières et aux titres de créances. Les titres de créances constitués par la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985, ont oscillé entre les valeurs mobilières et les effets de commerce dont ils ne peuvent être totalement exclus.

L'article 19 de la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 décrit les titres de créances comme les titres émis selon la volonté de l'émetteur, négociables sur le marché réglementé où chaque titre représente une créance pour la période déterminée. Il y avait parmi eux des certificats de dépôts, des bons de sociétés financières et institutions financières spécialisées et autres.

Conformément à la loi MAF, les titres participatifs sont les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition. Dans ce cas, le législateur prend en considération la négociabilité de droit de vote. Le caractère large de la définition comprend naturellement tous les types d'actions indépendamment des privilèges y attachés ou pas (actions ordinaires, avec priorité de dividende sans droit de vote, certificats d'investissement et valeurs mobilières composées).

Aux titres participatifs n'appartiennent pas de titres destinés à être transformés en titres participatifs, p.ex. les obligations convertibles. Tant que la transformation n'a pas lieu, il sont les titres participatifs.

Les titres de créances dont chacun représente le droit à la créance délivré par l'émetteur sont négociables par l'inscription en compte ou par un transmis à l'exclusion des effets de commerce et de bon de caisse.

A côté des titres de créances, à côté des obligations de grande diversité figurent les instruments du marché monétaire. Il y a également des titres de créances émis par l'Etat, à savoir, les obligations de Trésor, les bons de Trésor, indépendamment du taux d'intérêt fixe ou variable. Ainsi, les titres de créances lient tous les titres autres que les actions, les certificats d'investissement et le droit de souscription d'actions.

Les instruments financiers à terme comprennent de nombreux types de contrats. La loi dite MAF a indiqué que les instruments à terme pouvaient être basés sur tous les titres, valeurs mobilières, indices ou devises dont également équivalents, qui rendent possible le paiement en monnaie. Les dérivés comprennent les contrats à terme avec intérêts, les contrat de type caps, floors, collars, Forwards Rate Agreements,

contrat d'échange des intérêts ou des devises – swaps, les contrat à terme pour marchandises, contrat à option d'achat ou de vente d'instruments financiers et tous les autres instruments du marché à terme dont également les warrants. Dans la loi du 28 mars 1885 sur les marché à terme, abrogée par la loi dite MAF du 2 juillet 1996 il y avait une classification semblable des instruments financiers. Toutefois, la loi dite MAF ne s'est pas prononcée quant à la classification juridique des warrants. La doctrine était perplexe quant à leur classification et l'installation éventuelle parmi les valeurs mobilières.

## 2.2. Les instruments financiers

L'article 1<sup>er</sup> de la loi du 2 juillet 1996, codifié à l'article n° 211-1 du Code monétaire et financier a disposé: «Les instruments financiers comprennent:

- 1) les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmis-sibles par inscription en compte ou tradition;
- 2) les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale ou le fond commun de créances qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse;
- 3) les parts ou actions d'organismes de placements collectifs;
- 4) les instruments financiers à terme;
- 5) et tous instruments financiers équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, émis sur le fondement de droits étrangers».

La réunion des instruments en quatre grandes catégories (le projet gouvernemental n'en comprenait pas moins de douze) aurait pu démentir l'abandon de l'effort de conceptualisation si ces catégories avaient elles-mêmes été définies. Mais la rédaction préconisée par le Sénat, intégrée aux articles suivants, non des définitions des catégories citées, mais des énumérations du contenu de certaines d'entre elles. Ainsi, par exemple, les instruments financiers à terme sont-ils énumérés à l'article n° 211-1, II du Code monétaire et financier récemment modifié et les organismes de placements collectifs, à l'article n° 214-1.

L'abandon de la notion de valeur mobilière au profit de celle d'instrument financier et la redéfinition des règles de forme, d'émission et de négociation des instruments à partir des différentes sous-catégories de l'article n° 211-1 du Code monétaire et financier français pourraient faciliter la compréhension de la matière et l'articulation du droit des sociétés et du droit financier. L'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions n'emprunte pas cette voie: préservant le concept de valeur mobilière sans tenter l'articulation avec la notion d'instrument financier, elle perpétue la difficulté<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> H. Le Nabasque, P. Portier, *Les instruments financiers*, (dans:) T. Bonneau (ed.), *La modernisation des activités financières*, GLNJuly 1996, p. 27.

Les Règles de marché harmonisées sous l'égide d'Euronext ne font aucune référence à la notion de valeur mobilière. Elles nourrissent cependant utilement la réflexion sur la catégorie juridique des instruments financiers<sup>14</sup>.

Ces règles tiennent en échec tout effort de conceptualisation de l'instrument financier en créant au sein de l'énumération une catégorie «balai» composée de tous titres négociables ou instruments dérivés pour lesquels, sous réserve de la Réglementation Nationale concernée, Euro-next peut décider qu'ils peuvent être négociés sur un Marché d'Euronext. Autant dire que c'est l'aptitude à la négociation sur un marché Euronext qui confère à l'instrument la qualité d'instrument financier, renversant la proposition selon laquelle l'instrument définit le marché. Les entreprises de marché s'octroient ainsi le pouvoir de déterminer, non seulement ce que l'on appelle les instruments financiers «admis», mais plus généralement les instruments qu'il convient de qualifier d'instruments financiers. Ce faisant, elles ne font qu'user de la liberté qui leur est implicitement conférée par la loi: la formulation légale marque le caractère non limitatif de l'énoncé et l'article n° 211-1, II, 6° du Code monétaire et financier, incluant dans les instruments financiers à terme «tous autres instruments de marché à terme», vise implicitement les instruments que les entreprises de marché estimeraient pouvoir admettre aux négociations sur un marché à terme.

Les Règles de marché proposent une classification pertinente de ces instruments en fonction de leur forme. Les instruments financiers sont regroupés au sein de deux grandes catégories, la première comprend les «Titres». La seconde regroupe les «Instruments dérivés». Un effort de clarification de la matière pourrait utilement prendre appui sur cette distinction: les titres financiers s'opposant aux contrats financiers.

Directive 2004/39/CE du Parlement Européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, dite «MIF» art. 4. 18) articule que des deux notions passe par l'inclusion au premier de l'énumération des instruments financiers, des valeurs mobilières définies comme : les catégories de titres négociables sur le marché de capitaux (à l'exception des instruments de paiement), telles que:

- les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités ainsi que les certificats représentatifs d'actions;
- les obligations et les autres titres de créance y compris les certificats d'actions concernant de tels titres;
- toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures.

<sup>14</sup> B. Oppetit. *La notion de valeur mobilière*, «Banque et droit» 1991, n° hors-série, p. 4.

## Conclusion

Les instruments financiers accentuent la convergence des conceptions des valeurs mobilières aussi bien dans la dimension de réglementations polonaises et la doctrine mais également une convergence des problèmes auxquels on se heurte lors de l'analyse des notions relatives au marché financier aussi bien en Pologne qu'en France. Cela doit servir à souligner une continuité du processus de rapprochement des réglementations juridiques des marchés financiers en Europe qui se produit non seulement dans la pratique et dans l'organisation des marchés mais également dans la théorie légale. La base économique commune servant à un point de vue commun n'est pas sans importance, toutefois, une variété d'instruments financiers suggérerait la diversité de chaque de ces marchés financiers nationaux.

## Streszczenie

### *Definicja instrumentów finansowych – zagadnienia praktyki i teorii (przykład Polski i Francji)*

Słowa kluczowe: instrument finansowy, instrumenty pochodne, prawo rynku finansowego, papiery wartościowe, dematerializacja papierów wartościowych, kwalifikacja prawna, standardy rachunkowości.

Rynki finansowe są definiowane poprzez koncepcję instrumentu finansowego. Pojęcie instrumentu jest bardzo istotne w prawie, choć definicji instrumentu nie znajdziemy w prawie polskim czy francuskim. Ustawodawca radzi sobie z rosnącą rolą i liczbą nowych instrumentów na rynku poprzez tworzenie list instrumentów finansowych.

Rozdźwięk między praktyką rynku finansowego a teorią prawa rynku instrumentów finansowych wskazuje na ciągłą potrzebę analizowania praktyki pod kątem istniejących regulacji prawnych i wymaga pragmatycznego podejścia.

Tendencja jest charakterystyczna dla Polski i dla Francji, a proces ujednoczenia prawa i praktyki w Unii Europejskiej w zakresie organizacji rynku, praktyki rynkowej i teorii prawa rynku finansowego staje się powszechny.

## Summary

### *Definition of financial instruments – theoretical and practical problems (case of Poland and France)*

Key words: financial instruments, derivatives, financial market law, securities, dematerialisation, legal, accounting standards, definitions, practice.

Financial markets are defined by the concept of a financial instrument. The concept is a very important in law, although the definition of the instrument is not

precise in Polish and French law. The legislature with the growing role and number of new financial instruments in the market is creating lists of financial instruments more than definition.

The gap between practice and theory of financial instruments, indicates the continuing need to analyze existing regulations and requires a pragmatic approach.

The situation is typical for Polish and France, so the unification of the law and practice in the European Union in the space of organization, market practice and theory of financial market law, it becomes common.