

Droit des marchés financiers en Pologne et le contrat

Mariola Lemonnier*

I. Introduction

Considérer la théorie contractuelle comme celle qui explique le mieux la substance de la valeur mobilière en droit polonais incite à de nombreuses remarques.

Selon la théorie contractuelle des valeurs mobilières en Pologne, un contrat est indispensable entre l'émetteur et le destinataire du document. L'objet du contrat porterait sur la remise du document, c'est-à-dire la valeur mobilière. La théorie contractuelle indique un rapport légal donnant la base d'origine pour une valeur mobilière.¹

Selon la théorie contractuelle, la naissance d'une valeur mobilière, dans le cas d'une action, aurait comme base le contrat de société. Le Code des sociétés commerciales polonais fait références à cette conception.

Dans de nombreuses situations, on peut se référer au principe de liberté contractuelle afin d'appliquer aux nouvelles valeurs une qualification du contrat innommé mais la créativité du marché est si abondante que certains instruments et transactions seront à analyser sans pouvoir aboutir à des conclusions concrètes.

Dans le cas de la théorie contractuelle relative par exemple à la naissance de l'action, il faudrait s'interroger pourquoi et comment le droit de l'actionnaire entraîne la négociabilité des créances ? L'action est, d'un côté, un droit d'actionnaire dans une société par actions et, d'un autre, elle est négociable comme une créance. Où se trouve donc la place pour un contrat entre l'investisseur et la société et quelle place y est réservée pour l'actionnaire ? Est-il suffisant de se référer à la conception de contrat de société du Code des sociétés commerciales pour renforcer la conception de la théorie contractuelle ? Dans le cas des obligations, une base de théorie contractuelle serait l'emprunt, d'où vient l'expression des instruments de créance.

* Professeur à l'Université de Varmie et Mazurie, Faculté de droit et d'administration.

1 Kazimierz Kruczałak, *Problematyka prawna papierów wartościowych* [Les questions juridiques des valeurs mobilières], Gdańsk, 1996, p. 35.

Lorsqu'il s'agit de titres de créance, la situation est moins claire, puisque l'obligation contemporaine contient en elle de nombreux droits pouvant devenir un droit à la conversion en actions, c.-à-d. qu'ils peuvent contenir des éléments intermédiaires de titre de participation. Une multitude de questions envisageables concernant les actions annoncent le problème des valeurs mobilières devenant un combiné de différents instruments financiers, pour lesquels une explication issue de la théorie contractuelle n'est hélas pas suffisante en droit polonais.

Cependant, la théorie contractuelle explique le caractère des engagements découlant de la valeur mobilière. Le contrat est soumis aux dispositions du Code civil et est un acte juridique causal. Aux étapes suivantes, les engagements des parties changent de caractère et deviennent des engagements abstraits. L'engagement du rapport principal et l'engagement issu de la valeur mobilière peuvent être considérés comme des rapports juridiques tout à fait distincts. Au moment de l'introduction de valeurs mobilières sur le marché, les rapports juridiques (le principal et celui résultant de la valeur mobilière) deviennent séparés. La conception d'engagements abstraits issus des valeurs mobilières a été créée afin de rendre impossible la poursuite des droits résultant des rapports juridiques – le principal et celui de la valeur mobilière – en même temps. Il serait donc important d'attirer l'attention sur le fait de la coexistence des deux engagements. Indiscutablement, les deux engagements naissent et durent pendant le fonctionnement de la valeur mobilière en circulation. La suspension de l'engagement principal est une certaine issue de la situation mais ne justifie pas le fait que durant la circulation de la valeur mobilière, le débiteur a des possibilités moindres de soulever des objections résultant du rapport principal.

La théorie contractuelle a toutefois laissé place à d'autres théories présentes ci-après, pour à son tour renaître dans des produits dérivés.

II. A la recherche de la notion de la valeur mobilière

Le sujet des valeurs mobilières en tant qu'objet de négociation sur le marché financier est très important du point de vue du fonctionnement des marchés financiers.

La présentation de la conception de valeurs mobilières impose des simplifications nécessaires et une approche schématique des questions abordées. L'objectif de ce travail n'est pas de procéder à une analyse détaillée de toutes les notions mais d'attirer l'attention sur les difficultés communes d'interprétation lors de l'analyse de la notion de valeurs mobilières, ainsi que sur des difficultés qui résultent des solutions en droit positif polonais.

1. L'évolution du concept des valeurs mobilières en droit polonais

La terminologie polonaise utilisée pour décrire les valeurs mobilières est un concept théorique lequel constitue un emprunt du droit allemand, dans sa forme historique remontant à l'entre-deux-guerres. Après cette période, de nombreux points de vue de la doctrine n'étaient pas et ne sont plus représentés. Mais le terme *papiery wartościowe* (*Wertpapieren*) est uniquement utilisé et sera ensuite traduit en français « valeurs mobilières » ou « titres ».²

1.1. La notion de valeurs mobilières en droit polonais

Cette partie de l'article est une tentative d'indiquer les changements dans l'approche de l'institution des valeurs mobilières en droit polonais – dans le Code civil polonais précédé par le Code des obligations.³ La référence aux concepts présentés ci-dessus dans la science est justifiée par le fait que le législateur polonais déjà a souvent utilisé des modèles en créant et en modifiant divers types d'institutions du marché des capitaux.⁴ La réglementation boursière dans le cadre de la discussion est une incitation à réfléchir sur l'état des réglementations polonaises en matière de valeurs mobilières. C'est en quelque sorte l'avis que cela vaut la peine d'entamer une discussion qui pourrait déboucher sur la transposition de certaines solutions dans la théorie polonaise des valeurs mobilières.

1.2. L'évolution du concept de valeurs mobilières

Le Code des obligations polonais d'avant-guerre, entré en vigueur en 1934, n'incluait pas de définition de la valeur mobilière. Au lieu de cela, il a introduit deux institutions – la dette au porteur (art. 225 CO) et le transfert (les art. 613 à 620 CO).⁵ La dette au porteur était la manière dont une créance sur un document au porteur était déposée, dans laquelle l'émetteur du document s'engageait à réaliser à tout moment la performance indiquée dans le document. Cette institution a été utilisée pour déterminer les règles de négociation des titres. En conséquence, la dette au porteur a constitué la preuve qu'il n'y avait pas à cette époque en droit polonais de liste fermée des valeurs mobilières.⁶ L'emplacement de l'art. 225 dans la partie du Code des obligations relative à l'exécution des obligations aurait pu

2 Sur le sujet de la comparaison des trois systèmes juridiques voir Mariola Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych* [Les modèles européens des instruments financiers], Wolters Kluwer, Warszawa, 2017.

3 « Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z 27 października 1933 r. Kodeks zobowiązań » [Le Règlement du Président de la République Polonaise du 27 octobre 1933. Code des Obligations], *Dz. U.* 1933, avec les am. ult.

4 Mariola Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych*, op. cit.

5 Adam Szpunar, « Podstawowe problemy papierów wartościowych » [Les éléments essentiels des valeurs mobilières], *PiP*, n° 2, 1991, p. 14.

6 Voir plus loin.

suggérer que l'essentiel de la valeur mobilière se trouvait principalement dans le contrat. Cependant, la doctrine s'est demandé si la dette au porteur est une déclaration unilatérale ou le contrat. Selon les termes du Code des obligations d'avant la deuxième guerre, il était largement admis qu'il s'agissait d'un acte unilatéral. Ainsi a été créée la théorie de la déclaration unilatérale de volonté comme source des valeurs mobilières.

Dans le cadre de la théorie de la déclaration unilatérale de volonté nous distinguons depuis la théorie créative, la théorie de la bonne foi et la théorie de l'émission. La première théorie a reconnu que le droit incorporé dans la valeur mobilière surgit lorsque le document a été délivré conformément à la loi. Un acte juridique unilatéral est de nature abstraite, de sorte que l'existence et la validité de la cause n'est pas pertinente. Ainsi, un titre est créé lorsque l'émetteur signe le document.⁷ La théorie de la bonne foi⁸ a introduit une condition supplémentaire, hormis la signature du document, il doit être en la possession d'une personne qui l'a acheté de bonne foi ou auprès de laquelle l'exposant ne peut plus demander la délivrance de document du titre. La dernière des théories susmentionnées, considère la création d'un titre laquelle dépend de l'émetteur qui passe le document à un tiers. Néanmoins, la théorie d'une déclaration unilatérale de volonté ne peut expliquer sans équivoque les problèmes relatifs aux obligations de l'émetteur et la circulation des documents au porteur.

La théorie contractuelle des valeurs mobilières en droit polonais approche la question d'une manière complètement différente. Au premier plan, elle met en valeur la déclaration des volontés des parties qui constitue la base de l'engagement entre les parties.

La condition de la création d'un titre est non seulement l'émission d'un document, mais aussi la conclusion d'un contrat pour sa délivrance.⁹ Ainsi, le contrat a une cause. Il ne perd cette caractéristique qu'au stade ultérieur de la négociation (c'est-à-dire lorsqu'un titre est transféré par le détenteur initial à une personne, autre que l'émetteur).¹⁰

7 La description des théories dans Michał Romanowski, « Zagadnienia ogólne papierów wartościowych » [L'essentiel en droit des valeurs mobilières], dans Andrzej Szumański (dir.), *System Prawa Prywatnego* [Système du droit privé], t. 18: *Prawo papierów wartościowych* [Droit des valeurs mobilières], Warszawa 2010, p. 70 et s.

8 *Ibidem*.

9 Si le contrat pour la délivrance du document est invalide ou non conclu, alors l'acheteur de bonne foi est protégé par la théorie de l'apparence légale, en supposant que dans de tels cas, l'émetteur a créé l'apparence juridique en émettant un document destiné au commerce. Voir Adam Szpunar, « Podstawowe problemy papierów wartościowych », *op. cit.*, p. 17 ; idem, « O powstaniu zobowiązania wekslowego » [Sur la création de l'obligation d'une traite], *PUG*, n° 1, 1992. ; Jacek Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji* [La notion de la valeur mobilière face à la dématérialisation], Warszawa 2009, p. 51 et s.

10 Cette théorie contractuelle doit être distinguée de la soi-disant théorie des contrats qualifiés.

Dans la situation de l'absence de définition légale d'un titre en droit polonais, la doctrine s'est occupée de cette question. Une conception large de la valeur est basée sur la fonction de la légitimation d'un titre, qui peut être exprimée par une description selon laquelle « la loi suit le document ». ¹¹ Cela signifie que la condition de base pour l'exercice du droit est d'avoir et de présenter un document. Dans la théorie, l'élément des clauses contractuelles est mentionné en tant que contenu du document des valeurs mobilières à côté des clauses relevant de la loi. ¹²

Une autre théorie, qui accentue la négociabilité des valeurs mobilières, se distingue par rapport à la théorie précédente. Elle ne repose pas sur la relation entre le débiteur et le créancier. Toutefois la possibilité de convenir des clauses documentaires est la réaction à la négociabilité des droits.

Ainsi, un titre est un document affirmant l'existence d'un droit, restant tellement lié à ce droit qu'en l'absence de ce document la réalisation de ce droit reste inefficace. Le concept « étroit » de la valeur mobilière limite ainsi la portée de la notion aux seuls titres transmissibles par cession et titres au porteur. Contrairement à la théorie dite « large », elle ne couvre pas la portée des titres nominatifs.

La typologie présentée ci-dessus est basée sur le droit allemand et n'a pas trouvé dans la doctrine polonaise une complète acceptation. Les représentants de la pensée juridique polonaise préconisent essentiellement un concept « large » de la valeur mobilière, considérant à la fois la négociabilité et la fonction de la légitimation de la valeur comme un trait caractéristique important des valeurs. ¹³ La différence de position se réduit *de facto* à la place de l'une des caractéristiques par rapport à l'autre. ¹⁴

Le législateur polonais a introduit une modification du Code civil par la loi du 28 juillet 1990. ¹⁵ L'amendement introduit, entre autres au Code civil, dans le livre III « Des obligations », le titre XXXVII – « Le transfert et les valeurs mobilières ». L'art. 926 du Code stipule que si l'obligation résulte de la valeur émise, le débiteur est obligé d'exercer son obligation avec la restitution du document, soit de mettre le document à la disposition du débiteur afin de priver le document de

11 Alfred Ohanowicz, Józef Górski, *Zarys prawa zobowiązań* [L'essentiel en droit des obligations], Warszawa 1970, p. 532–535 ; Adam Szpunar, « Podstawowe problemy papierów wartościowych », *op. cit.*, p. 16–17 ; Zbigniew Radwański, Janina Panowicz-Lipska, *Zobowiązania – część szczegółowa* [Les obligations – partie détaillée du Code], Warszawa 2004, p. 320 ; v. aussi Jacek Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, *op. cit.*, p. 77.

12 Fryderyk Zoll, *Klauzule dokumentowe* [Clauses documentaires], Warszawa 2004, p. 19–20.

13 Jacek Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, *op. cit.*, p. 78–95 ; Michał Romanowski, « Zagadnienia ogólne papierów wartościowych », *op. cit.*, p. 31.

14 Dans la doctrine, on peut également trouver une position différente, v. Tadeusz Komosa, *Papiery wartościowe*, [Valeurs mobilières], *PPH*, n° 4, 1995, p. 1 ; Zbigniew Radwański, Janina Panowicz-Lipska, *Zobowiązania – część szczegółowa*, *op. cit.*, p. 284.

15 Ustawa z 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny [Loi du 23 avril 1964, Code civil], *Dz. U.*, n°16, pos. 93, avec les am. ult.

sa force d'une manière habituelle.¹⁶ Ces dispositions s'inscrivent dans la conception large du titre.

Une autre conception de la valeur mobilière est le concept des clauses documentaires¹⁷ comme d'ailleurs une autre théorie d'approche par la typologie du titre.¹⁸ La première de ces conceptions indique que la notion de valeurs ne réside pas dans la relation entre les deux obligations « mais par le contenu réservé par les parties de façon concluante et explicite, ainsi que par le choix du type des valeurs mobilières, choix des clauses documentaires, modifiant l'ordre de légitimité ».¹⁹

Cette conception, utilise une méthode différente pour décrire la relation entre la loi et le document. L'avantage de cette approche est l'adoption d'une compréhension large d'un document du droit suisse, y compris sa portée et son enregistrement électronique. Cela permet d'appliquer facilement la théorie aux titres dématérialisés. Un autre avantage du concept est la reconnaissance plus large des titres de créance, ce qui permet de localiser clairement les titres dans le système de droit civil polonais. Cependant, l'inconvénient de cette théorie réside dans le processus d'application des droits, en marginalisant les questions de son transfert.²⁰

La proposition d'une approche typologique d'un titre repose sur l'observation que la classification des titres a peu de valeur du point de vue de la pratique de négociation sur le marché et qu'il est difficile, dans une classification, d'inclure un nombre considérable de valeurs mobilières. Par conséquent, l'approche doctrinale typologique, bien qu'elle ne rencontre pas les conditions de la division dichotomique, semble être plus utile. Cette approche est basée sur l'hypothèse selon laquelle l'inclusion d'un document, pour un type particulier de documents appelés titres, est déterminée par le nombre et l'intensité des traits attribués à la catégorie des titres, quel que soit le type de valeurs et le document. La similitude de ce titre au standard d'une valeur mobilière ne nécessite pas d'inclure des critères par opposition à une approche de classification sur la base des critères pointus et rigides surtout qu'il n'y a pas d'accord universel sur le choix des critères.²¹

Une autre approche du concept de titre est la notion de qualification à travers les deux modèles du marché financier – le premier modèle opérationnel, dans lequel le titre n'est pas la seule conception, la pression du marché prévaut et la question du commerce devient l'une des plus importantes. Ce modèle s'éloigne de la notion de la valeur mobilière et attire l'attention sur les fonctions du marché, lesquelles à leur tour sont précisément réglementées. Dans le deuxième modèle normatif, le sujet d'intérêt est le titre comme objet des échanges sur le marché et

16 En ce qui concerne les propositions de changement voir Jacek Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, op. cit., p. 79–84.

17 Fryderyk Zoll, *Klauzule dokumentowe*, op. cit.

18 Michał Romanowski, « Zagadnienia ogólne papierów wartościowych », op. cit., p. 33.

19 Fryderyk Zoll, *Klauzule dokumentowe*, op. cit.

20 Jacek Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, op. cit., p. 84–89.

21 Michał Romanowski, « Zagadnienia ogólne papierów wartościowych », op. cit., p. 39.

pour la certitude du commerce. Il doit être soigneusement réglementé, parfaitement qualifié, catégorisé, classé car il affecte la structure du modèle.²²

Le concept des valeurs mobilières en Pologne dans les lois en vigueur n'a commencé à fonctionner qu'après les années 90. XX^{ème} siècle. L'adoption des modèles économiques a entraîné le transfert dans la régulation polonaise relative aux marchés de capitaux, le concept de titres et le concept plus large, d'instrument financier.

L'un des premiers concepts juridiques de valeurs mobilières a été introduit par la loi sur le marché des valeurs mobilières – loi sur la négociation publique des titres et des fonds fiduciaires du 22 juin 1991.²³ Cette conception, se référant à la négociation publique, a considéré une valeur mobilière créée pour établir ou déclarer l'existence d'un droit patrimonial, fixé dans un tel document et libellé de telle sorte qu'il pourrait constituer un objet indépendant sur le marché réglementé. L'approche normative ci-dessus a été créée pour les besoins d'un acte spécifique. Toutefois, cette conception n'était pas de nature générale car elle ne couvrait pas tous les droits incorporés dans des documents pouvant être considérés comme des titres.

Un tel aspect était censé résider dans l'art. 921⁶ C. civ. pol., parce qu'il utilise certains traits caractéristiques pour décrire le titre. Cependant, l'aspect général relevant de l'article du Code civil n'a pas été accepté dans la doctrine à l'unanimité.

Une autre loi, dans laquelle le concept décrit est apparu, est entrée en vigueur en 2005, en dérogeant la loi du 21 août 1997 – c'est la loi sur la négociation publique de titres.²⁴ Cette fois, le législateur s'est écarté de la définition de la notion de titres, se limitant à l'énumération des valeurs mobilières. Une telle approche législative a causé des difficultés car un tel concept semblait surtout correspondre aux exigences du développement du marché des capitaux. En même temps, des doutes sur les qualifications de divers titres circulant sur le marché ont été évités de cette manière.

La loi sur le commerce des instruments financiers du 29 juillet 2005²⁵ réduit la notion de titre à un élément sur la liste des instruments financiers. Le législateur a utilisé deux techniques dans ce cas. Certains titres ont été mentionnés directement. En outre, le législateur a indiqué d'autres valeurs mobilières, y compris l'incorporation des droits découlant d'actions ou de la dette, émises sur la base des dispositions de la loi polonaise ou étrangère. Les titres seront également des droits transférables résultant de l'émission, incorporant le droit d'acheter ou d'acquérir les titres visés – les actions, droits de souscription d'actions, droits aux actions sur le marché réglementé, warrants de souscription, certificats de dépôt, obligations, lettres de nantissement, certificats d'investissements, soit les instruments réalisés par le règlement monétaire (dérivés).

22 V. Mariola Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych*, op. cit.

23 Dz. U., n° 35, pos. 155.

24 Dz. U., n° 118, pos. 754.

25 Dz. U., n° 183, pos. 1538, avec les am. ult.

1.3. *Numerus clausus* des valeurs mobilières en droit polonais

Une partie de la doctrine polonaise soutient le principe du *numerus clausus* des valeurs mobilières.²⁶ Les opinions sont divisées : s'appliquent-elles à tous les titres ou les titres nominatifs en sont-ils exclus ?²⁷ L'opinion selon laquelle le principe de *numerus clausus* résulte du transfert spécial de droits découlant de titres, entraîne certaines conséquences. Cela signifierait qu'ils existent – si nous tenons compte de la manière de transférer des droits d'une manière différente de celle réglementée par le législateur, qu'il y aura deux systèmes de titres et le troisième résultant du droit étranger. Toutefois, le législateur polonais n'a pas interdit la création de nouveaux titres, et n'a pas précisé la portée de l'interdiction de création d'autres titres. L'utilisation du terme valeur mobilière pour un véhicule financier donné est aujourd'hui certainement insuffisante. La loi sur les instruments financiers indique que l'objet des transactions, et non d'un titre, ne peut être qu'une valeur mobilière correspondant à la loi. Cela signifierait qu'en droit polonais, la valeur peut être considérée comme un titre en raison du contenu de la notion, or celle-ci n'a pas les éléments nécessaires, ni la définition unique générale. Dans le même temps, les titres peuvent ne pas être typiques, mais d'une certaine manière, standardisés en raison des réglementations du marché boursier.²⁸

En analysant les conceptions susmentionnées des titres, on peut avoir l'impression que le législateur polonais, voyant les difficultés doctrinales dans l'adoption d'une définition générale d'un titre, visait à créer un catalogue fermé des titres surtout sur le marché réglementé. Cela a permis d'une part d'éviter les problèmes dans l'admission sur le marché et d'aboutir à l'adoption du principe du *numerus clausus* des titres. Cependant, une telle approche ne pourrait pas fonctionner à l'ère de la mondialisation des marchés de capitaux et de l'importance croissante de la libre circulation des capitaux et des paiements.

L'admission de l'émission sur le marché réglementé polonais de titres résultant du droit d'autres États membres signifie qu'à cet égard, il n'a pas été possible de parler du principe de *numerus clausus*. Le problème ci-dessus peut être abordé de manière différente mais compromettante. Alors qu'en général il est possible de parler du principe d'un catalogue fermé de titres basé sur la réglementation polonaise et admis aux négociations publiques, une telle application ne peut plus être appliquée aux titres dont les sources doivent être considérées dans les régimes des pays tiers.

26 Tomasz Sójka, « Kodeks cywilny » [Code civil], t. 2: « Komentarz do art. 921-6 » [Commentaire art. 921-6], dans Maciej Gutowski et Michał Romanowski, *System Prawa Prywatnego* [Système du droit privé], Warszawa 2016.

27 Kazimierz Zawada, dans Krzysztof Pietrzykowski, *Kodeks cywilny. Komentarz* [Code civil. Commentaire], t. II, 2015.

28 Contra. Marek Wierzbowski, P. Wajda, dans Marek Wierzbowski, Ludwik Sobolewski, Paweł Wajda (réd). *Prawo rynku kapitałowego (Droit du marché des capitaux)* nota nr 115.

Ce dernier argument montre qu'il n'est plus possible de parler de ce point de vue d'un catalogue fermé de valeurs admises à la négociation boursière.²⁹

Une autre question à considérer est l'effet de l'achat de titres, de dérivés découlant de l'émission et de l'incorporation du droit d'acquérir ou de souscrire certains titres visés à l'art. 3 § 1 ainsi que la loi sur la négociation des instruments, les transactions effectuées par un règlement monétaire. Un tel catalogue d'instruments dérivés offre des possibilités pratiquement illimitées de création de nouveaux titres, par exemple dérivés avec à la base des modes de règlement financier très différents.

Les possibilités de déterminer différentes méthodes de calcul du règlement n'ont pas influencé, semble-t-il, de la restriction par le législateur de la notion de titres uniquement incluant ceux incorporant le droit d'acquérir ou de couvrir le sous-jacent. Cela signifie seulement que l'objet de l'incorporation sera les droits mentionnés et non la méthode de calcul en particulier lors de l'application des règlements financiers. En d'autres termes, ces « nouveaux » instruments dérivés ne sont rien de plus qu'une version enrichie d'instruments existants avec des caractéristiques définies dans les dispositions générales.

Sauf s'il existe un catalogue fermé d'instruments dérivés, ils sont basés sur des instruments sous-jacents constituant un catalogue fermé (au moins en droit polonais). Pour conclure, la revendication du principe de *numerus clausus* des valeurs polonaises admises à la négociation sur un marché réglementé semble non légitime, tout en indiquant en plus que la règle de la liste fermée ne s'applique pas aux titres émis sous la loi d'un autre pays et admis aux négociations.

D'un autre côté, revenant à la question de la nature de la définition des valeurs mobilières adoptée en droit public, il convient de reconnaître que le législateur contourne fondamentalement ce problème en appliquant des calculs financiers. Toutefois, cela ne rend pas inutile l'examen des caractéristiques des titres en tant que catégorie générale.

1.4. La dématérialisation des titres

Avec la dématérialisation des titres admis à la bourse, il se posait un autre problème avec la transposition des concepts classiques des valeurs mobilières expliquant la nature des titres. Les théories classiques se sont concentrées sur l'instrumentum matériel en tant qu'élément indispensable du concept. Souvent les théories appelées patrimoniales sur lesquelles sont basées les solutions du Code civil polonais sont considérées comme non adéquates pour l'ensemble des valeurs. Les opinions selon lesquelles c'est une créance qui est l'objet de transactions sur les titres sont plus adéquates que la chose – document en tant que bien mobilier. Le manque de précision du Code civil polonais sur les condi-

29 Voir plus sur la question, Michał Romanowski, « Zagadnienia ogólne papierów wartościowych », *op. cit.*, p. 39.

tions nécessaires pour le titre n'est non plus compatible avec la théorie dite « patrimoniale ».³⁰

S'éloignant de la forme matérielle qui caractérise le titre, un courant apparaît dans la doctrine qui reconnaît que la dématérialisation n'a pas d'impact significatif sur le concept global du titre³¹ et propose sa nouvelle analyse.³²

Il faut reconnaître que la dématérialisation ne remet pas en cause la structure juridique de la valeur mobilière, mais seulement peut étendre la compréhension de la forme de documents. Cependant certains auteurs permettent d'assimiler l'exigence d'avoir un document, traditionnellement compris comme un bien matériel, avec la possession d'un compte approprié sur lequel les titres sont enregistrés.³³

La dématérialisation donne l'occasion de réfléchir sur la nature des titres à travers le prisme de la théorie contractuelle soit une théorie des émissions contractuelles ou modifiées (la théorie contractuelle qualifiée). De plus, ce processus rend de plus en plus important la fonction de la négociation des valeurs. D'un autre côté, la question de légitimation est assumée par les certificats de dépôt des valeurs.

III. Les instruments dérivés et les droits dérivés en droit polonais

Les instruments dérivés résultent essentiellement d'un accord sur le marché.³⁴ Aucune définition juridique précise des dérivés n'est présente en droit polonais, bien que les dérivés ne soient pas considérés comme des titres dans la partie de la doctrine polonaise.³⁵

30 Fryderyk Zoll, *Klauzule dokumentowe*, *op. cit.*, p. 207–208.

31 Jacek Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, *op. cit.*, et Fryderyk Zoll, *Klauzule dokumentowe*, *op. cit.* dans la mesure où ils considèrent également l'enregistrement électronique comme un document.

32 Michał Romanowski, « Zagadnienia ogólne papierów wartościowych », *op. cit.*, p. 118. Certains auteurs indiquent que les dispositions du Code ne concernent que les titres sous forme matérielle. Mirosław Bączyk (dans) *Papiery wartościowe*, (*Valeurs mobilières*), 2000, p. 45, diff., Michał Romanowski *op.cit.*, p. 118.

33 *Ibidem*, p. 119.

34 Tomasz Sójka (dir.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz* [Droit de marché des capitaux. Commentaire], Wolters Kluwer, Warszawa 2015, art. 3 al. 2.

35 Aleksander Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne* [Les options et les transactions à terme, questions juridiques], Warszawa 2001, p. 103.

1. La qualification contractuelle des dérivés

De plus, les instruments dérivés ne sont pas des droits découlant de titres en tant que droits incorporés dans un titre. Les droits découlant des instruments dérivés peuvent être associés à un titre ou prendre la forme d'un titre. Selon l'art. 3 al. 3 de la loi de 1997 sur les valeurs mobilières (non en vigueur), elles constituent également d'autres droits de propriété dont le prix dépend directement ou indirectement du prix des titres figurant dans la loi et lesquels ont été appelés les droits dérivés. Le but de cette solution était de diviser les produits dérivés en ceux qui le sont et qui ne le sont pas.

Dans la loi en vigueur, les instruments dérivés sont des instruments financiers autres que les valeurs mobilières. Cependant les droits dérivés sont des droits patrimoniaux et transférables, créés à la suite d'émissions, incorporant le droit d'achat ou de souscription prévus par la loi des valeurs mobilières, soit effectués par un règlement financier. Les droits dérivés à leur tour sont donc l'une des catégories de titres et d'instruments financiers.

Les droits dérivés sont caractérisés par un instrument sous-jacent qui comprend des actions, des droits de souscription, des warrants de souscription, des certificats de dépôt, des obligations, des lettres de nantissement, des certificats d'investissement et d'autres valeurs mobilières y compris celles comportant des droits patrimoniaux correspondant à des droits relatifs à des actions ou des dettes contractées, sur la base des dispositions pertinentes du droit polonais ou étranger. Les droits dérivés sont transférables, ils résultent de l'émission, bien que cette dernière fonction soit discutée dans la doctrine.

Les options et les transactions à terme, les swaps sont généralement considérés comme des contrats en droit polonais.

Dans la doctrine polonaise, la qualification juridique de l'option suscite quelques doutes.³⁶ L'institution de l'option n'était soumise à aucune réglementation en vertu de l'ancien Code des obligations ou du Code civil et de nos jours, plusieurs positions concurrentielles dans la doctrine polonaise contemporaine expliquent la nature juridique de l'option. Certains la considèrent comme un contrat de vente, d'autres la considèrent comme une vente conditionnée, bien qu'elle soit question sous la condition suspensive soit résolutoire. Une autre proposition de qualification est un contrat de vente inconditionnel mais conclu avec le droit de retrait. Une autre qualification est l'accord de l'offre (contrat innommé).

Une partie de la doctrine estime que le contrat d'option est un avant-contrat.³⁷ Une opinion différente suppose que l'option n'est pas un contrat, mais le droit

36 Piotr Tereszkiwicz, « Instrumenty pochodne » [Les instruments dérivés], dans Mirosław Stec (dir.), *Prawo instrumentów finansowych. System prawa handlowego* [Droit des instruments financiers. Système du droit commercial], t. 4, Warszawa 2016, p. 784.

37 *Ibidem*.

d'accepter une offre pour conclure un contrat à caractère continu. L'option est également reconnue comme un contrat aléatoire, un contrat de jeu et de pari conclu entre l'émetteur de l'option et son acheteur.

Les contrats à terme – *forward* et *futures* – sont des accords dans lesquels les parties s'engagent à effectuer à un moment précis et défini dans le futur, la livraison de l'instrument sous-jacent ou de régler le montant de la différence.

Les opérations à terme doivent être considérées comme des contrats consensuels, synallagmatiques. La caractéristique de ces accords réside dans le double caractère des parties qui sont à la fois le créancier et le débiteur. Cependant, il y existe des opinions critiques sur la nature des contrats, car l'approche contractuelle ne met pas l'accent sur la nature même des opérations à terme. Une partie de la doctrine polonaise considère les transactions à terme comme une marchandise dès le début de la transaction car les transactions ont une valeur déjà au moment de la conclusion du contrat. Pour cette raison, les transactions à terme devraient, selon certains auteurs,³⁸ être placées parmi les contrats et les biens à caractère patrimonial. Cependant, selon l'auteur de cet article, dans les transactions dérivées ne sont pas négociés les titres ou une dette, mais une estimation du risque variable au cours du contrat (l'indexation de la dette) par rapport à la quantité spécifiée de l'instrument sous-jacent.

Le swap en tant que transaction et instrument financier est, en droit civil, un contrat obligataire. Le doute est suscité par sa prise en compte en tant que contrat nommé. En raison des prestations financières comme avantages mutuels des parties, les contrats de swap ne peuvent être considérés comme un échange, car selon le Code civil polonais, les droits échangés peuvent être les biens et les droits, mais sans règlement en argent. Toutefois, si nous considérons la créance comme un objet de négociation, il est possible de considérer la qualification comme un accord d'échange.

Une autre qualification traite les swaps comme des prêts parallèles, commutatifs, d'autres les qualifient comme des contrats de jeu et pari. Le plus souvent, cependant, il est indiqué que le swap est un contrat consensuel, synallagmatique, commutatif correspondant à l'art. 487 § 2 C. civ. pol.

2. La transmission des droits issus des valeurs mobilières

La transmission des droits issus des valeurs mobilières est à examiner dans la catégorie de la valeur mobilière matérielle et dématérialisée.

Le Code civil polonais indique une manière de circulation de la valeur mobilière matérielle où la notion du document reste importante. La transmission des droits est réglée dans le Code civil à l'art. 926⁶ ou à l'art. 921⁸, 921¹².

³⁸ *Ibidem*, p. 800.

La transmission des droits de la valeur mobilière matérielle au porteur est qualifiée comme un acte juridique réel, et l'élément de cession a été ajouté à la transmission des droits du titre nominatif. Le débiteur, conformément au Code civil est obligé à la prestation de la valeur mobilière contre la remise du document ou bien contre son accessibilité. Les titres nominatifs donnent légitimité à la personne indiquée dans le document. Les droits des valeurs mobilières sont transmissibles, comme il a été indiqué auparavant, par virement et émission du document, cependant, les droits du document au porteur sont transmissibles par la délivrance du document (tradition).

La valeur mobilière est le document spécifique. La valeur mobilière est le document où le pouvoir sur lui devient la prémisse de l'exécution des droits contenus dans le document.³⁹

Le document est une sorte de chose mais ce n'est pas elle qui attribue la notion de la valeur mobilière mais les droits qui y sont contenus. Le document peut être, en général, qualifié de valeur mobilière ou document de preuve, ou encore, signe de légitimation.

Le document de preuve par rapport au droit qu'il comporte, n'est qu'un moyen de preuve, pendant que la valeur mobilière est caractérisée par une relation spéciale, un lien inséparable entre les deux droits subjectifs, et la possession du document est nécessaire à l'existence du droit.

La valeur mobilière est un document de dette qualifiée pendant que les autres documents sont des documents de dette ordinaires, soumis à l'art. 465 C. civ. pol. Le document de constatation de l'engagement est un exemple de document ordinaire. En cas de perte du document, le débiteur peut exiger auprès du créancier une attestation écrite certifiant la perte du document et, si le créancier refuse le renvoi du document, le débiteur peut s'abstenir de réaliser la prestation ou bien mettre l'objet de la prestation au dépôt judiciaire.

De manière générale, on distingue différents types de documents de créance qualifiés.⁴⁰

Le premier type comprend les documents qui servent à des fins de preuve. Le débiteur réalise la prestation uniquement après la démonstration du document. Le second comprend des documents dispensant de la dette en faveur de la personne indiquée au document. Le troisième oblige à la prestation uniquement après délivrance du document, et le quatrième comprend les documents sur la base desquels, le débiteur, réalisera la prestation à toute personne indiquée au document comme autorisée, ne déclarera pas d'objection face aux successeurs aux droits de la personne autorisée par le document.⁴¹

39 Alfred Ohanowicz, Józef Górski, *Zarys prawa zobowiązań*, op. cit.

40 Fryderyk Zoll, *Klauzule dokumentowe*, op. cit.

41 *Ibidem*, p. 38 et s.

Pour ce qui concerne la transmission des droits des valeurs mobilières, la théorie des valeurs mobilières indique, comme susmentionné, la théorie de l'exécution et la théorie de circulation. Dans la théorie de circulation, la transmission des droits de la valeur mobilière a lieu à travers la délivrance du document et l'évaluation de la légalité de la transmission doit se faire sur base du droit réel – le document étant considéré comme un objet mobilier corporel. Dans la conception de l'exécution, la transmission des droits de la valeur mobilière se fait par l'aliénation des droits contenus dans le document, quoique inséparables à la délivrance du document.

Selon la théorie de l'exécution, un trait constituant de la valeur mobilière est le fait que le débiteur réalise la prestation contre le retour du document ou contre sa mise à disposition, afin de priver le document de force de loi (art. 921⁶).

La théorie de circulation exige, pour la transmission des droits des valeurs mobilières, la délivrance des valeurs mobilières. Elle est inadéquate par rapport aux valeurs mobilières pour lesquelles est également exigible – à part la délivrance du document – le virement, la cession des droits. Ainsi, la théorie de circulation, n'est pas entièrement (à part l'art. 921⁶) adéquate à la conception de la valeur mobilière dans le Code civil.⁴²

La transmission des droits de valeurs mobilières – par virement et délivrance du document, l'endossement et délivrance du document, par délivrance du document et ainsi la réalisation de la transmission du droit de propriété de la valeur mobilière – font que la conception de circulation comprendrait également les valeurs mobilières nominatives.

Dans le Code civil polonais, l'exigence de la délivrance s'adresse aux valeurs mobilières nominatives – à l'art. 921⁸, titres au porteur 921¹², sur ordre 921⁹ al. 3.

La théorie relative à la négociabilité des valeurs mobilières est retrouvable sur le marché réglementé des valeurs mobilières. Sur ce marché, les valeurs mobilières sont dématérialisées faisant suite aux exigences de la circulation. Souligner la capacité de circulation des valeurs mobilières est important mais, par conséquent, il serait possible de refuser aux valeurs mobilières nominatives, comme plus difficilement négociables, la qualification de valeurs mobilières. En poursuivant l'idée du législateur, afin de décrire la valeur mobilière de manière la plus large possible, une élimination des valeurs mobilières nominatives serait non conforme à l'approche codificatrice soit l'omission volontaire de la définition de la valeur mobilière.

42 Zbigniew Radwański, *Zobowiązania* [Droit des obligations], Warszawa 1986. La valeur mobilière incorporant les droits patrimoniaux peut entraîner une situation où la circulation du document et du droit y incorporé devient la même et identique circulation. La destination des documents à mettre en circuit peut faire éveiller des doutes ; selon l'auteur il faudrait remplacer de la circulation la notion de droit négociable.

IV. Conclusion

Avec le développement des marchés, il est toujours d'actualité de trouver des qualifications juridiques adéquates garantissant des transactions financières sûres et rapides. Les valeurs mobilières étaient et sont une telle institution. À l'heure actuelle, on peut observer en droit et doctrine polonaise que le vecteur matériel des droits incorporés devient de moins en moins important et que les fonctions de circulation que les titres sont censés remplir, sont de plus en plus importantes. Priver la valeur mobilière de son instrumentum (dématérialisation) permet, à l'aide de moyens techniques modernes, d'échanger des valeurs à grande échelle.⁴³ L'évolution actuelle de l'échange se traduit par un nouveau regard sur la reconnaissance classique des titres.

Ce chapitre est une tentative de montrer les changements dans l'approche de l'institution des valeurs mobilières à travers le prisme des changements qui se produisent dans la doctrine en Pologne. La référence aux concepts présentés, avant tout dans la science, est justifiée dans la mesure où le législateur polonais a déjà souvent utilisé les modèles pour créer et modifier les différents types d'institutions des marchés de capitaux (dont le meilleur exemple est la réglementation boursière). La théorie contractuelle est bien présente en droit polonais. Si la théorie générale l'invoque avec peu d'engagement, elle est bien située en droit dans certaines formes des titres.

Le contrat n'est plus seulement aussi en Pologne un instrument d'échange de biens ou d'organisation du marché, il devient un instrument de création du droit positif.

Dans le passé, il a été utilisé comme instrument de régulation de deux manières. Le législateur a donné aux parties le pouvoir d'adapter par le contrat les règles en accord avec leurs destinataires. Deuxièmement, le marché a été utilisé pour ouvrir la concurrence et sur les marchés, à cette époque l'accord est devenu un instrument naturel pour déterminer la relation entre l'investisseur et l'investissement. Depuis lors, ces secteurs ont été définis sur la base de contrats et non exclusivement sur la base de la régulation du marché.

La relation entre la réglementation et le contrat peut être analysée de point de vue de l'impact de la réglementation sur le droit des contrats, en particulier sur les modifications apportées à la théorie générale des contrats par toutes les réglementations faisant référence à des nouvelles formes de réglementation. Toutefois, cette

43 Sur l'influence du droit international et comparé sur la conception des instruments financiers v. Michał Mariański, *Wpływ prawa międzynarodowego na ewolucję koncepcji instrumentu finansowego w wybranych państwach Unii Europejskiej* [L'influence du droit international sur l'évolution de la conception de l'instrument financier dans certains les pays de l'UE], Olsztyn 2014.

analyse se limite aux instruments réglementaires, ce qui nous a permis d'analyser les contrats uniquement en termes d'instruments de régulation au sens général par rapport aux marchés financiers, laissant de côté les conséquences générales de la réglementation sur les contrats plus classiques conclus entre les parties.

Bibliographie

- CHŁOPECKI, Aleksander, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne* [Les options et les transactions à terme, questions juridiques], Warszawa 2001.
- JASTRZĘBSKI, Jacek, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji* [La notion de la valeur mobilière face à la dématérialisation], Warszawa 2009.
- KOMOSA, Tadeusz, « Papiery wartościowe » [Valeurs mobilières], *PPH*, n° 4, 1995, p. 1–23.
- KRUCZALAK, Kazimierz, *Problematyka prawna papierów wartościowych* [Les questions juridiques des valeurs mobilières], Gdańsk 1996.
- LEMONNIER, Mariola, *Europejskie modele instrumentów finansowych* [Les modèles européens des instruments financiers], Wolters Kluwer, Warszawa, 2017.
- MARIAŃSKI, Michał, *Wpływ prawa międzynarodowego na ewolucję koncepcji instrumentu finansowego w wybranych państwach Unii Europejskiej* [L'influence du droit international sur l'évolution de la conception de l'instrument financier dans certains les pays de l'UE], Olsztyn 2014.
- OHANOWICZ, Alfred, GÓRSKI, Józef, *Zarys prawa zobowiązań* [L'essentiel en droit des obligations], Warszawa 1970.
- PIETRZYKOWSKI, Krzysztof, *Kodeks cywilny. Komentarz* [Code civil. Commentaire], t. 2, Warszawa 2015.
- RADWAŃSKI, Zbigniew, *Zobowiązania* [Droit des obligations], Warszawa 1986.
- RADWAŃSKI, Zbigniew, PANOWICZ-LIPSKA, Janina, *Zobowiązania – część szczegółowa* [Les obligations – partie détaillée du code], Warszawa 2004.
- ROMANOWSKI, Michał, « Zagadnienia ogólne papierów wartościowych » [L'essentiel en droit des valeurs mobilières], dans Andrzej SZUMAŃSKI (dir.), *System Prawa Prywatnego* [Système du droit privé], t 18: *Prawo papierów wartościowych* [Droit des valeurs mobilières], Warszawa 2010.
- SÓJKA, Tomasz (dir.), « Kodeks cywilny » [Code civil], t. 2: « Komentarz do art. 921-6 » [Commentaire art. 921-6], dans Maciej GUTOWSKI, Michał ROMANOWSKI (dir.), *System Prawa Prywatnego* [Système du droit privé], Warszawa 2016.
- SÓJKA, Tomasz (dir.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz* [Droit de marché des capitaux. Commentaire], Warszawa 2015.
- SZPUNAR, Adam, « O powstaniu zobowiązania wekslowego » [Sur la création de l'obligation d'une traite], *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego* 1992, n° 1, p. 1–6.

- SZPUNAR, Adam, « Podstawowe problemy papierów wartościowych » [Les éléments essentiels des valeurs mobilières], *PIP* 1991, n° 2, p. 13–25.
- TERESZKIEWICZ, Piotr, « Instrumenty pochodne » [Les instruments dérivés], dans Mirosław Stec (dir.), *Prawo instrumentów finansowych. System prawa handlowego* [Droit des instruments financiers. Système du droit commercial], t. 4, Warszawa 2016.
- WIERZBOWSKI, Marek, SOBOLEWSKI, Ludwik et WAJDA, Paweł (dir.), *Prawo rynku kapitałowego* [Droit du marché des capitaux], Warszawa 2018.
- ZOLL, Fryderyk, *Klauzule dokumentowe* [Clauses documentaires], Warszawa 2004.