

VALORILE MOBILIARE ÎN DREPTUL COMUNITAR EUROPEAN ȘI ÎN DREPTUL ROMÂNESC

DR. POPA TEODOR

*Facultatea de Științe Economice, Universitatea din Oradea,
horia_ardeleanu@yahoo.com*

Transferable securities are financial instruments specific of a capitalist economy, the central element of the capital market. This paper present succinctly the legislation harmonization in this field.

1. Noțiunea valorilor mobiliare

Valorile mobiliare sunt instrumente financiare specifice unei economii de piață, capitaliste, elementul central al piețelor de capital. Valorile mobiliare sunt instrumentul privilegiat al capitalismului liberal, întrucât, alegând societatea în care are încredere să investească, investitorul determină el însuși sectorul economic în legătură cu care consideră că trebuie să se dezvolte. Valorile mobiliare, și în special acțiunile, sunt titluri care permit în același timp economisirea dar și speculația.

Limitat inițial la acțiunile și la obligațiunile emise de societățile pe acțiuni, conceptul de „valoare mobiliară” înglobează în prezent din ce în ce mai multe instrumente negociabile și din ce în ce mai originale: obligațiunile convertibile în acțiuni, instrumentele financiare derivate, titlurile nenumite, cum sunt titlurile participative și certificatele de investitor etc. Valorile mobiliare numite (descrise și reglementate de lege) lasă din ce în ce mai mult loc pe piață valorilor mobiliare nenumite, al căror regim juridic este fixat de societatea emitentă.

2. Elemente de drept comparat

În dreptul francez contemporan, valorile mobiliare sunt definite în lege drept titluri emise de persoane juridice de drept public sau privat, transmisibile prin înscriere în cont sau prin simplă tradițiune, conferind titularilor drepturi identice și acces, în mod direct sau indirect, la o parte din capitalul persoanei emitente sau la un drept de creanță cu caracter general asupra patrimoniului acesteia.

Doctrina le caracterizează ca „titluri negociabile reprezentând drepturile, identice prin categorie, dobândite de cei care au furnizat unei persoane juridice, publice sau private, numerarul sau bunurile necesare finanțării acestora”. Valorile mobiliare reprezintă, după caz, fie o cotitate a capitalului persoanei juridice emitente, fie o creanță contra acesteia. Valorile mobiliare sunt considerate bunuri mobile, reprezentând o creanță împotriva emitentului. În cazul valorilor mobiliare în formă dematerializată, titularul unei asemenea valori are un drept de creanță împotriva emitentului și intermediarului și un drept real asupra valorii reprezentate de înscrierea în cont respectivă.

În general, în dreptul francez sunt considerate valori mobiliare următoarele titluri de valoare: acțiunile și obligațiunile societăților comerciale, în toate variantele prevăzute de lege sau statutele societății; titlurile de credit emise de stat și de autoritățile administrației (publice centrale și locale (obligațiunile municipale); instrumentele financiare derivate,

precum contractele futures și options; instrumentele negociabile cu venit fix sau variabil; titlurile de participare emise de fondurile de investiții; certificatele sau titlurile emise de diferite instituții financiare autorizate de lege.

Regimul valorilor mobiliare este reglementat în Statele Unite ale Americii prin Securities Act din 1933. Prin termenul de „valori mobiliare” (securities) sunt desemnate acțiunile, bonurile de trezorerie, obligațiunile (bonds), certificatele de interes sau de participare la împărțirea profitului, contractele de investiții, certificatele de depozit, certificatele de garanții și, în general, orice interes sau instrument, împreună desemnate ca valori mobiliare sau orice certificat de interes sau de participare, conferind dreptul de a subscrie sau de a cumpăra, cu privire la oricare dintre acestea. Doctrina americană fundamentează regimul juridic al valorilor mobiliare pe funcția principală a acestora de instrument investițional. Valorile mobiliare (securities) sunt considerate instrumente care conferă deținătorilor lor drepturi de proprietate în cadrul unei societăți, cum sunt acțiunile, sau care evidențiază relația dintre un creditor și o entitate de stat, ori un emitent societate comercială, cum este cazul obligațiunilor ori care conferă un drept de proprietate special, cum este în cazul options-urilor sau warrant-elor.

În Marea Britanie, regimul juridic aplicabil valorilor mobiliare este reglementat, în ceea ce privește societățile nelistate la cota bursei, în Companies Act din 1985, modificată în 2000, în Public Offers of Securities Regulation (POSR) din 1995 și în Financial Services Act din 1986, care a pus în aplicare Directiva Europeană privind Prospectul, iar în ceea ce privește societățile listate, în Financial Services Act din 1986, completat prin Financial Services and Markets Act 2000. Conform dispozițiilor din Companies Act, societățile comerciale pot fi private (echivalentul societății de tip închis din dreptul român) sau publice (echivalentul societății deținute public din dreptul român). Caracterul de privat sau public al acestora este dat de modul în care aceste societăți își constituie capitalul social, respectiv cu sau fără apel la public.

3. Valorile mobiliare în dreptul comunitar

Principiul armonizării legislațiilor naționale în domeniu, principiu ce are ca bază Tratatul de la Roma, are ca punct de plecare armonizarea noțiunilor esențiale ale pieței de capital.

Noțiunea de „valoare mobilă” are un sens larg, impus de Directiva nr. 79/279 privind condițiile de admitere la cota oficială a unei burse de valori și de Codul european de conduită în tranzacțiile cu valori mobiliare, respectiv „orice titlu negociabil sau susceptibil de a fi negociat pe o piață organizată”. Doctrina europeană consideră că prin «valori mobiliare» se înțelege: acțiuni sau alte valori mobiliare asimilabile acțiunilor, certificatele reprezentative de acțiuni, obligațiuni emise de entități publice sau private, alte titluri negociabile pe piețele de capital și „orice alte valori negociate în mod obișnuit care ar permite dobândirea de astfel de titluri prin subscripție publică sau schimb ori prin plata în numerar”.

Directiva 93/22/CEE a Consiliului Uniunii din 10 mai 1993 cu privire la serviciile de investiții în domeniul valorilor mobiliare (DIS) consideră că prin «valoare mobilă» se înțelege „categoriile de titluri negociate în mod obișnuit pe piețele de capital, spre exemplu, titlurile de stat, acțiunile, valorile negociabile permițând cumpărarea de acțiuni pe cale de subscripție sau de schimb, certificatele de acțiuni, acțiunile emise în serie, warantele cu indice și titlurile permițând achiziționarea de asemenea obligațiuni pe cale de subscripție”.

Articolul 1 din această Directivă consideră că sunt valori mobiliare: acțiunile și alte valori asimilabile acțiunilor, obligațiunile și alte titluri de creanță negociabile pe piețele de capital, precum și orice alte valori care în mod obișnuit sunt negociate, permițând cumpărarea de asemenea valori mobiliare pe cale de subscripție sau de schimb ori care dau dreptul la o plată în bani, cu excluderea mijloacelor de plată.

Instanțele europene au decis însă că definiția propusă nu are efect decât în ce privește această directivă și ea nu afectează cu nimic diferitele definiții de instrumente financiare reținute în legislațiile naționale cu alte scopuri și, în special, în scopuri fiscale. Ca atare, definiția nu are decât valoare indicativă.

Pentru a fi negociabile pe piețele reglementate valorile mobiliare trebuie să fi făcut, în prealabil, obiectul unei oferte publice inițiale și să fi fost înregistrate, în prealabil, la cota bursei sau pe piața reglementată respectivă.

4. Valorile mobiliare în dreptul românesc

Codul civil român, în art. 474 (preluând dispozițiile art. 529 C. civ. fr), definește ca bunuri mobile prin determinarea legii acțiunile sau interesele în companii de finanțe, de comerț sau de industrie, chiar și când capitalul acestora constă în imobile.

Consacrarea noțiunii de „valoare mobilă” s-a realizat prin Legea nr. 52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori, care definea valorile mobiliare ca fiind „instrumente negociabile emise în formă materială sau evidențiate prin înscrieri în cont, care conferă deținătorilor lor drepturi patrimoniale asupra emitentului, conform legii și în condițiile specifice de emisiune a acestora”. Legea menționează că sunt considerate valori mobiliare: acțiunile, obligațiunile, precum și instrumentele financiare derivate sau orice alte titluri de credit, încadrate de Comisia Națională a Valorilor Mobiliare în această categorie.

Definiția valorilor mobiliare în legislația românească actuală a valorilor mobiliare pornește de la premisa că valorile mobiliare sunt o specie de instrumente financiare (art. 2 alin. 1 pct. 11 lit. a din Legea nr. 297/2004 privind piața de capital).

Sunt considerate valori mobiliare, conform art. 2 pct. 33 din Legea nr. 297/2004:

- acțiunile emise de societățile comerciale și alte valori mobiliare echivalente ale acestora, negociate pe piața de capital;
- obligațiunile și alte titluri de creanță, inclusiv titlurile de stat cu o scadență mai mare de 12 luni, negociabile pe piața de capital;
- orice alte titluri negociate în mod obișnuit, care dau dreptul de a achiziționa respectivele valori mobiliare prin subscriere sau schimb dând loc la o decontare în bani, cu excepția instrumentelor de plată.

Prin definiții opace și confuze, art. 2 pct. 33-34 din Legea nr. 297/2004 împarte valorile mobiliare în titluri de capital și titluri altele decât cele de tipul titlurilor de capital.

Titlurile de capital sunt acțiunile sau alte valori mobiliare asimilabile acțiunilor, precum și orice alt tip de valori mobiliare, conferind dreptul de a le dobândi ca urmare a unei conversii sau a exercitării acestui drept, în măsura în care valorile din a doua categorie sunt emise de același emitent sau de către o entitate care aparține grupului din care face parte respectivul emitent. Valorile mobiliare care nu se încadrează în această primă categorie, a

titlurilor de capital, fac parte din a doua categorie. Cu toată imprecizia textului se poate aprecia, că titlurile de capital sunt valori mobiliare de tipul acțiunilor, în timp ce valorile mobiliare din a doua categorie sunt de tipul obligațiunilor neconvertibile în acțiuni.

Trăsătura comună a tuturor acestor titluri o reprezintă negociabilitatea. Titlurile de capital sau titlurile, altele decât titlurile de capital, sunt valori mobiliare fie pentru că sunt negociate, fie pentru că sunt negociabile pe piața de capital.

Instrumentele financiare, în general, pot fi a) valori mobiliare; b) titluri de participare la organismele de plasament colectiv; c) instrumente ale pieței monetare, inclusiv titluri de stat cu scadență mai mică de un an și certificate de depozit; d) contracte futures financiare, inclusiv contracte similare cu decontare finală în fonduri; e) contracte forward pe rata dobânzii; f) swap-uri pe rata dobânzii, pe cote de schimb și pe acțiuni; g) opțiuni pe orice instrument financiar, inclusiv contracte similare cu decontare finală în fonduri, opțiuni pe curs și pe rata dobânzii; h) instrumente financiare derivate de mărfuri; i) orice alt instrument admis la o tranzacționare pe o piață reglementată într-un stat membru al Uniunii Europene sau pentru care s-a făcut o cerere de admitere la tranzacționare pe o astfel de piață.

Din definiția instrumentelor financiare, ca gen din care face parte specia valori mobiliare [art. 2 alin. (1) pct. 11 din Legea nr. 297/2004] se observă că în ce privește instrumentele financiare, trăsătura comună este negociabilitatea.

Valorile mobiliare sunt tranzacționate pe piețele reglementate, bursiere sau extrabursiere numai după ce, în prealabil, au fost înregistrate, ca atare, de către C.N.V.M., la Oficiul pentru Evidența Valorilor Mobiliare (O.E.V.M.), din cadrul acesteia.

5. Caracteristicile valorilor mobiliare

Caracteristicile valorilor mobiliare sunt date, în principal, de următoarele elemente:

- sunt titluri care reprezintă drepturi susceptibile de a *produce venituri*, fie pentru că titularul acestora este acționar (venitul este variabil, sub formă de dividend), fie pentru că acesta este creditor (venitul este, în general, fix, sub formă de dobândă) al persoanei juridice emitente. Din acest punct de vedere, valorile mobiliare sunt opuse biletelor de bancă și efectelor de comerț, care reprezintă o sumă bani, dar care nu produc dobânzi.
- sunt titluri *negociabile*, putând fi transmise sau transferate după procedeele de drept comercial, și nu după procedura greoaie și ineficace a cesiunii de creanță;
- sunt titluri *fungibile*, întrucât în cadrul unei singure emisiuni valorile mobiliare au o singură valoare nominală, conferă aceleași drepturi și impun același obligații. Un titlu valorează alt titlu (titlurile sunt intersanjabile). Fungibilitatea este caracteristica valorilor mobiliare de a putea fi cotate în bursă. Caracterul fungibil al valorilor mobiliare face ca, în cazul unui portofoliu de acțiuni, acesta să fie considerat o universalitate de fapt.
- sunt titluri care reprezintă drepturi mobiliare incorporate. Chiar dacă societatea posedă imobile, acționarii nu sunt coproprietari ai acestora, întrucât societatea emitentă este proprietar al acestora. Titularii de valori mobiliare emise de societate nu au, decât un drept personal mobilier (drept de creanță) contra societății. Pe de altă parte valorile mobiliare nu au, în general, existența materială; ele rezultă din

înscrierea în cont ținut de către persoana juridica emitenta sau de un intermediar abilitat. Ca orice drept incorporeal, valorile mobiliare sunt susceptibile nu numai de proprietate, dar și de uzufruct indiviziune, garanție reală mobilă, împrumut etc; un titlu dematerializat nu poate face obiectul unui depozit întrucât nu este susceptibil de posesie.

Titlurile dematerializate nu sunt susceptibile de posesie, nu se mai încorporează într-un înscris, valabilitatea lor depinzând de înscrierea într-un cont prin intermediul societății de registru. Transmiterea titlurilor dematerializate nu mai operează prin simplă tradițiune, ci prin ordine în piață, operate de intermediari. Garanția asupra acestor titluri nu mai presupune posesia, ci se realizează printr-o înscriere în registru.

Valorile mobiliare sunt emise, în principal, în formă dematerializată (prin înscriere în cont. Acestea circulă pe baza unor operațiuni electronice efectuate pe calculator, pe baza unor programe (soft) speciale. Atât emisiunea, cât și transferurile acestor acțiuni sunt înregistrate într-un registru de acțiuni independent, care operează mențiunile pe baza documentelor primite, în cazul operațiunilor obișnuite, de la societățile de intermediere care le-au efectuat în numele clienților lor, iar în cazul tranzacțiilor directe sau exceptate de la tranzacționare pe piața organizată, de la persoanele anume desemnate prin lege.

La Bursa de Valori București (BVB) sunt tranzacționabile, în principiu, și acțiuni la purtător (acestea nu pot fi emise, conform legislației noastre, decât în formă materializată). Procedurile de înscriere la cota Bursei de Valori București permit tranzacționarea valorilor mobiliare atât în formă dematerializată, cât și materializată, imobilizate conform procedurilor bursei la o societate depozitară agreată de aceasta (acest sistem nu este, în prezent, utilizat). Actualul sistem de tranzacționare adoptat de BVB face practic imposibilă tranzacționarea la bursă a acțiunilor la purtător.

Valorile mobiliare aparținând clienților sunt înregistrate în numele firmelor (în custodie), atât din motive ce țin de ușurința transferurilor (reducerea costurilor), cât și pentru ca adevărații proprietari (beneficiari owners) să nu poată fi întotdeauna identificați.

BIBLIOGRAFIE

1. Y. Guyon, *Droit des affaires. Droit commercial general et Societes*, tome I, 8 edition, Ed. Economica, Paris, 1994;
2. G. Ripert, R. Roblot, *Traité de droit commercial*, 17 edition, Ed. LGDJ, 1998;
3. Beufort, *Les OPA en Europe*, Ed. Economica, Paris, 2001;
4. S. Fătu, *Piața românească de capital privată din interior*, Ed. Vox, 1998;
5. Ph. Merle, *Droit commercial. Societes commerciales*, 4 edition, Dalloz, Paris, 1994;
6. T.Popa, C. Popa, *Dreptul afacerilor*, Ed. Universității din Oradea, 2002;
7. St. Cărpenaru, *Drept comercial român*, Ediția 5, Ed. All Beck, 2004.