

SEPTIMIU PANAINTE

TRANZACȚIILE DE VALORI MOBILIARE

*Teză de doctorat susținută în anul 2008
la Universitatea „Al.I. Cuza” din Iași, Facultatea de Drept
Coordonator științific Prof. Univ. Dr. Ioan Macovei*

Editura
Stamangiu

CUPRINS

ABREVIERI	XV
ARGUMENT	1
PRECIZĂRI PREALABILE	3
PARTEA I. ASPECTE GENERALE PRIVIND PIAȚA DE CAPITAL ȘI VALORILE MOBILIARE	7
CAPITOLUL I. ASPECTE GENERALE PRIVIND PIAȚA DE CAPITAL ȘI BURSELE	9
§1. Aspecte introductive	9
1.1. Sisteme de referință	9
1.2. Noțiunile de piață financiară, activ financiar și instrument financiar	13
1.2.1. Noțiunea de piață financiară	13
1.2.2. Noțiunea de activ financiar	14
1.2.3. Noțiunea de instrument financiar	15
1.3. Structura pieței financiare din România	17
§2. Piața de capital, componentă a pieței financiare	20
2.1. Noțiunea, elementele și rolul pieței de capital	20
2.2. Trăsăturile pieței de capital	22
2.3. Structura generică a pieței de capital	23
2.4. Piața primară	27
2.5. Piața secundară	28
2.5.1. Noțiuni generale	28
2.5.2. Structura pieței secundare	30
2.5.2.1. Piețele de licitație publică (auction market)	32
2.5.2.2. Piețele de dealeri	33
§3. Aspecte generale privind bursele	35
3.1. Noțiunea de bursă ca piață de capital specializată	35
3.2. Rolul și caracteristicile burselor	37
3.3. Tipuri generale de burse	39
3.4. Istoricul burselor din România	41
CAPITOLUL II. ASPECTE GENERALE PRIVIND VALORILE MOBILIARE	46
§1. Apariția și dezvoltarea valorilor mobiliare	46
§2. Noțiunea și natura juridică a valorilor mobiliare	48
2.1. Noțiunea de valori mobiliare	48
2.1.1. Reglementarea valorilor mobiliare în legislația românească	48

2.1.2. Reglementarea valorilor mobiliare la nivel european	55
2.1.3. Noțiunea de valori mobiliare în dreptul comparat	60
2.1.4. Noțiunea de valori mobiliare în doctrina românească	65
2.1.5. Valorile mobiliare din perspectiva noțiunii de titlu de credit sau titlu de valoare (genul proxim)	67
2.1.5.1. Noțiunea, caracterele și natura juridică a titlurilor de credit	67
2.1.5.2. Clasificarea titlurilor de credit	72
2.2. Natura juridică a valorilor mobiliare	74
2.3. Concluzii privind noțiunea și natura juridică a valorilor mobiliare	75
§3. Trăsăturile generale ale valorilor mobiliare	77
§4. Clasificarea valorilor mobiliare	80
§5. Aspecte privind dematerializarea valorilor mobiliare	82

CAPITOLUL III. PRINCIPALELE VALORI MOBILIARE

TRANZACȚIONATE PE PIEȚELE BURSIERE	87
§1. Valori mobiliare – titluri de capital	87
1.1. Acțiunile	87
1.1.1. Noțiune	87
1.1.2. Trăsături caracteristice	89
1.1.2.1. Acțiunea ca titlu constatator al unui drept de asociere	90
1.1.2.2. Acțiunea, titlu reprezentând o fracție din capitalul social	92
1.1.2.3. Acțiunea, titlu negociabil	93
1.1.2.3.1. Principiul liberei negociabilități a acțiunilor	93
1.1.2.3.2. Limite ale liberei negociabilități a acțiunilor	94
1.1.3. Clasificarea acțiunilor	96
1.1.4. Conținutul titlurilor sau înregistrărilor acțiunilor	107
1.1.5. Aspecte particulare privind acțiunile tranzacționate pe piața de capital	109
1.2. Drepturile de preferință și <i>warrant</i> -ele	113
1.2.1. Drepturile de preferință (de subscriere)	113
1.2.1.1. Noțiune	113
1.2.1.2. Reglementare	115
1.2.1.2.1. Drepturile de preferință în accepțiunea Legii nr. 31/1990	116
1.2.1.2.2. Drepturile de preferință pe piața de capital	117
1.2.1.3. Alte aspecte particulare privind drepturile de preferință	119
1.1.2. <i>Warrant</i> -ele	121
1.3. Titlurile de participare	123
1.3.1. Titlurile de participare la organismele de plasament colectiv în valori mobiliare	123
1.3.2. Titlurile de participare la fondurile ipotecare	124
1.3.3. Titlurile de participare securitizate	125
1.4. Certificatele de depozit pe piața internațională	126

§2. Valori mobiliare – titluri de credit	128
2.1. Obligațiunile	128
2.1.1. Noțiune	128
2.1.2. Caracteristicile obligațiunilor	130
2.1.3. Drepturile și obligațiile generale ale obligatarilor	134
2.1.4. Clasificarea obligațiunilor	135
2.1.5. Avantajele și inconvenienteale împrumutului obligatar	143
2.2. Tipuri particulare de valori mobiliare – titluri de credit negociabile pe piața de capital	144
2.2.1. Obligațiunile ipotecare	144
2.2.1.1. Noțiune	144
2.2.1.2. Aspecte specifice privind obligațiunile ipotecare	146
2.2.1.2.1. Obligațiunile ipotecare și titlurile ipotecare	146
2.2.1.2.2. Emisiunea de obligațiuni ipotecare	147
2.2.1.2.3. Drepturile deținătorilor de obligațiuni ipotecare	149
2.2.2. Titlurile de stat și obligațiunile municipale	150
2.2.2.1. Titlurile de stat	150
2.2.2.1.1. Noțiune, reglementare	150
2.2.2.1.2. Piețe de tranzacționare a titlurilor de stat	152
2.2.2.1.3. Categoriile de titluri de stat	153
2.2.2.2. Obligațiunile municipale	158
2.2.3. Euroobligațiunile	159
2.2.3.1. Introducere. Piața internațională de euroobligațiuni	159
2.2.3.2. Noțiunea și codificarea euroobligațiunilor	161
2.2.3.2.1. Noțiune.	161
2.2.3.2.2. Codificarea euroobligațiunilor	162
2.2.3.3. Trăsăturile caracteristice euroobligațiunilor	163
2.2.3.4. Principalele clasificări ale euroobligațiunilor	164
2.2.3.5. Participanții într-o emisiune de euroobligațiuni	165
2.2.3.5.1. Emitenții	165
2.2.3.5.2. Lead managerul	166
2.2.3.5.3. Agențiile de rating	167
2.2.3.5.4. Agentul de plată	168
2.2.3.5.5. Agentul fiscal. Trustee	168
2.2.3.5.6. Bursa și agentul de listare	168
2.2.3.5.7. Auditorii financiari	169
§3. Derivatele financiare	170
3.1. Aspecte introductive privind derivatele financiare și contractele la termen	170
3.2. Contractele <i>forward</i> și <i>futures</i>	171
3.3. Contractele <i>options</i>	175
3.4. Operațiunile <i>swaps</i>	177
3.5. Contractele de report. Contractele <i>repo</i> și <i>reverse repo</i>	178

PARTEA A II-A. TRANZACȚIILE DE VALORI MOBILIARE ȘI ALTE INSTRUMENTE FINANCIARE _____ 181

CAPITOLUL I. CADRUL JURIDIC ȘI INSTITUȚIONAL AL TRANZACȚIILOR DE VALORI MOBILIARE ȘI ALTE INSTRUMENTE FINANCIARE _____ 183

§1. Aspecte introductive _____	183
§2. Comisia Națională a Valorilor Mobiliare – autoritatea de reglementare, supraveghere și control a pieței de capital din România _____	185
§3. Piețele reglementate de instrumente financiare și sistemele alternative de tranzacționare _____	191
3.1. Noțiunile de piață reglementată și operator de piață. Caracteristici _____	191
3.2. Sistemele alternative de tranzacționare _____	194
§4. Specificul reglementării pieței de capital _____	195
§5. Principalii operatori de piață în România _____	197
5.1. Bursa de Valori București (B.V.B.) _____	197
5.1.1. Aspecte generale _____	197
5.1.2. Structura piețelor B.V.B. _____	198
5.2. Bursa Monetar-Financiară și de Mărfuri SA Sibiu (BMFMS) _____	200
5.2.1. Aspecte generale _____	200
5.2.2. Structura piețelor <i>BMFMS</i> _____	200

CAPITOLUL II. PARTICIPANȚII LA PIAȚA DE CAPITAL _____ 201

§1. Emitenții _____	201
1.1. Noțiuni. Categorii _____	201
1.2. Evidența emitenților, a valorilor mobiliare și a altor instrumente financiare emise de aceștia _____	202
1.3. Regulile generale privind emitenții și admiterea la tranzacționare _____	204
1.4. Obligațiile emitenților în sensul asigurării transparenței pieței și protecției investitorilor _____	206
1.5. Obligațiile emitenților de furnizare de informații reglementate de Codul B.V.B. _____	210
1.5.1. Furnizarea periodică a informațiilor _____	210
1.5.2. Furnizarea continuă a informațiilor _____	210
§2. Investitorii _____	212
2.1. Noțiuni și clasificare _____	212
2.2. Principiul protecției investitorilor _____	214
2.3. Organismele de plasament colectiv (OPC) _____	219
2.3.1. Noțiuni și reglementare _____	219
2.3.2. Societățile de administrare a investițiilor (S.A.I.) _____	221
2.3.3. Organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (O.P.C.V.M.) _____	225
2.3.4. Alte organisme de plasament colectiv (A.O.P.C.) _____	230
2.3.4.1. A.O.P.C. care atrag în mod public resurse financiare _____	231

2.3.4.2. A.O.P.C. care atrag în mod privat resurse financiare	232
2.3.4.3. A.O.P.C. care atrag în mod public sau privat resurse financiare	232
2.3.5. Organismele de plasament colectiv în valori mobiliare și societățile de depozitare	234
2.3.6. Societățile de Investiții Financiare (SIF)	236
2.3.7. Admiterea la tranzacționare în Sectorul OPC al B.V.B.	237
2.4. Fondurile de pensii administrate privat	238
2.4.1. Aspecte introductive	238
2.4.2. Fondul de pensii administrate privat și societatea de administrare	239
2.4.2.1. Autorizarea administratorului, a prospectului schemei de pensii private și a fondului de pensii.	239
2.4.2.2. Societatea de administrare	241
2.4.3. Investițiile fondului de pensii pe piața de capital	243
2.4.4. Fondul de garantare a pensiilor administrate privat	244
2.5. Traderii	245
§3. Intermediarii	247
3.1. Aspecte generale privind intermediarii și serviciile de investiții financiare	247
3.2. Societățile de servicii de investiții financiare (S.S.I.F.)	250
3.2.1. Noțiuni și clasificare	250
3.2.2. Autorizarea societăților de servicii de investiții financiare	250
3.2.3. Modul de organizare și funcționare a societăților de servicii de investiții financiare	253
3.2.4. Agenții pentru servicii de investiții financiare și agenții delegați ai societăților de servicii de investiții financiare	255
3.3. Servicii de investiții financiare transfrontaliere	257
3.3.1. Servicii și activități de investiții financiare desfășurate de S.S.I.F. pe teritoriul altor state membre	257
3.3.2. Servicii și activități de investiții financiare desfășurate în România de firmele de servicii de investiții financiare din alte state membre	259
3.3.3. Sucursalele intermediarilor din statele nemembre	260
3.4. Instituțiile de credit	260
3.5. Reguli prudențiale și de conduită aplicabile intermediarilor	261
3.5.1. Reguli prudențiale	261
3.5.2. Reguli de conduită	262
3.6. Fondul de compensare a investitorilor	264
§4. Entități care efectuează operațiuni post tranzacționare	266
4.1. Depozitarul central și depozitarii	266
4.2. Casa de compensare și decontare a instrumentelor financiare derivate și contrapartea centrală	273
4.2.1. Aspecte generale	273
4.2.2. Casa de Compensare București SA	277
4.2.3. Casa Română de Compensație SA Sibiu (CRC)	278

§5. Alți participanți _____	279
5.1. Consultanții de investiții și agențiile de rating _____	279
5.2. Reprezentanții compartimentelor de control intern _____	282
5.3. Auditorii financiari _____	282
5.4. Evaluatorii și experții independenți _____	283
5.5. Administratorii speciali și lichidatorii _____	284
5.6. Alte entități în legătură cu piața de capital _____	285

CAPITOLUL III. OFERTELE PUBLICE DE VALORI MOBILIARE

ȘI ALTE INSTRUMENTE FINANCIARE _____ 286

§1. Aspecte generale privind ofertele publice _____	286
1.1. Dreptul comun _____	286
1.2. Reguli comune privind ofertele publice _____	288
1.2.1. Noțiunea de ofertă publică. Procedura de ofertare _____	288
1.2.2. Revocarea ofertelor publice _____	289
1.2.3. Amendarea ofertelor publice _____	290
1.2.4. Caracterul irevocabil al acceptării ofertei publice _____	291
1.2.5. Perfectarea contractului _____	292
§2. Aspecte specifice ofertei publice de vânzare _____	292
2.1. Tipologie _____	292
2.2. Prospectul și procedura de ofertare _____	292
2.3. Irevocabilitatea subscrierilor _____	295
2.4. Cazurile și condițiile în care subscrierea poate fi revocată _____	296
2.4.1. Revocarea subscrierii în situația amendării prospectului de ofertă publică de vânzare _____	296
2.4.2. Revocarea subscrierii în situația în care prețul și numărul valorilor mobiliare oferite publicului nu au fost incluse în cadrul prospectului _____	296
2.4.2.1. Reglementarea dreptului de a revoca subscrierea _____	296
2.4.2.2. Termenele de exercitare a dreptului de a revoca subscrierea _____	298
2.4.2.3. Problema revocării și a diferenței între prețul de subscriere și prețul final _____	299
2.4.3. Revocarea subscrierii în situația în care este permisă de prospectul de ofertă _____	300
2.5. Perfectarea contractului când se intenționează admiterea la tranzacționare _____	301
§3. Ofertele publice de cumpărare și de preluare _____	302
3.1. Aspecte generale privind ofertele publice de cumpărare _____	302
3.2. Aspecte particulare privind oferta publică de preluare voluntară _____	303
3.3. Aspecte particulare privind oferta publică de preluare obligatorie _____	306
3.4. Suspendarea drepturilor de vot, derularea și închiderea ofertelor publice de cumpărare sau de preluare _____	307
3.5. Retragerea acționarilor dintr-o societate comercială _____	308
§4. Derularea ofertelor publice și a altor operațiuni la B.V.B. _____	308
4.1. Aspecte generale _____	308

4.2. Procedura privind derularea prin intermediul B.V.B. a vânzării de valori mobiliare prin metoda vânzare specială la ordin _____	310
§5. Concluzii _____	311
5.1. Cu privire la oferta publică și acceptarea acesteia în general _____	311
5.2. Cu privire la oferta publică de vânzare și subscrierile efectuate în cadrul acesteia _____	312

CAPITOLUL IV. MECANISMUL TRANZACȚIILOR DE VALORI MOBILIARE ȘI ALTE INSTRUMENTE FINANCIARE _____ 315

§1. Aspecte generale privind mecanismul tranzacțiilor de valori mobiliare _____	315
1.1. Cotarea și cotațiile valorilor mobiliare la burse _____	315
1.2. Tipuri generale de operațiuni bursiere _____	317
§2. Mecanismul tranzacțiilor bursiere pe piața reglementată la vedere administrată de B.V.B. _____	320
2.1. Sistemul de tranzacționare al B.V.B. _____	321
2.1.1. Condiții de acces și modul de utilizare a sistemului de tranzacționare al B.V.B. _____	321
2.1.2. Componentele sistemului de tranzacționare al B.V.B. și stările acestora _____	322
2.2. Ședința de tranzacționare la B.V.B. _____	323
2.3. Ordinele de bursă _____	324
2.3.1. Conținutul minim și condițiile de preluare și executare a ordinelor de bursă _____	324
2.3.2. Tipuri de ordine _____	326
2.3.3. Termenul de valabilitate a ordinelor de bursă _____	330
2.3.4. Operațiuni de gestionare a ordinelor de bursă _____	330
2.3.5. Priorități de afișare și de executare a ordinelor de bursă _____	331
2.3.6. Metode de tranzacționare și stări ale unei piețe de ordine _____	332
2.3.7. Cotațiile informative _____	334
2.3.8. Variația maximă de preț admisă pentru o ședință de tranzacționare. Pașii de preț și protecția de preț _____	335
2.3.9. Operațiuni de administrare a entităților-simbol _____	335
2.3.9.1. Operațiuni speciale în prima zi de tranzacționare a unui simbol _____	335
2.3.9.2. Suspendarea și reintroducerea variației de preț _____	336
2.4. Tranzacțiile bursiere pe piața reglementată la vedere administrată de B.V.B. _____	336
2.4.1. Reguli generale privind tranzacționarea instrumentelor financiare la B.V.B. _____	336
2.4.2. Tranzacțiile cross _____	337
2.4.3. Tranzacțiile exceptate _____	338
2.4.4. Tranzacțiile în marjă (margin trading) _____	338
2.5. Corectarea erorilor tranzacțiilor efectuate la B.V.B. _____	340
2.5.1. Aspecte comune corectării tranzacțiilor _____	340

2.5.2. Corectarea erorilor prin tranzacții de cumpărare speciale (buy in speciale) și prin procedura de cumpărare impusă (buy in) _____	342
2.6. Invalidarea/inconfirmarea tranzacțiilor efectuate la B.V.B. _____	343
2.7. Aspecte particulare privind tranzacționarea acțiunilor _____	344
2.7.1. Piețe utilizate pentru tranzacționarea acțiunilor _____	344
2.7.2. Parametri generali de funcționare a piețelor utilizate pentru tranzacționarea acțiunilor _____	344
2.7.3. Caracteristicile piețelor utilizate pentru tranzacționarea acțiunilor _____	345
2.7.3.1. Reguli particulare privind Piața Buy In _____	345
2.7.3.2. Reguli particulare privind Piața Sell Out _____	346
2.7.3.3. Reguli particulare privind Piața Deal _____	346
2.8. Aspecte particulare privind tranzacționarea drepturilor _____	347
2.9. Aspecte particulare privind tranzacționarea obligațiunilor _____	348
2.9.1. Elemente specifice obligațiunilor _____	348
2.9.2. Cadrul de tranzacționare a obligațiunilor _____	350
2.10. Aspecte particulare privind tranzacționarea titlurilor de stat _____	351
2.10.1. Elemente specifice titlurilor de stat _____	351
2.10.2. Cadrul de tranzacționare a titlurilor de stat _____	352
2.11. Tranzacționarea titlurilor de participare _____	354
§3. Mecanismul tranzacțiilor pe piața derivatelor administrată de B.V.B. _____	354
3.1. Aspecte generale _____	354
3.2. Ordinele de bursă și tranzacțiile cu instrumente financiare derivate (IFD) _____	355
3.3. Corectarea și invalidarea tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate (IFD) _____	356
§4. Mecanismul tranzacțiilor pe piața futures administrată de B.V.B. _____	357
4.1. Managementul pozițiilor deschise _____	357
4.1.1. Administrarea ordinelor de bursă _____	357
4.1.2. Inițierea, modificarea, lichidarea și transferul pozițiilor deschise _____	357
4.2. Marcarea la piață și prețurile de decontare _____	358
4.2.1. Prețul zilnic de decontare _____	358
4.2.2. Prețul final de decontare _____	359
§5. Aspecte particulare privind încheierea contractului de vânzare-cumpărare de valori mobiliare în cadrul B.V.B. _____	360
5.1. Aspecte controversate privind momentul încheierii contractului și semnificația juridică a tranzacției _____	360
5.2. Relevanța juridică a raportului de tranzacționare trimis de B.V.B. _____	365
5.3. Relevanța juridică a actului confirmării raportului de tranzacționare de către SSIF-uri _____	366
5.4. Relevanța juridică a obiecțiunilor la raportul de tranzacționare _____	368
5.5. Concluzii _____	368

§6. Elementul <i>a/ea</i> în contractele încheiate pe piața de capital	370
6.1. Aspecte introductive	370
6.2. Operațiunile cu instrumente financiare derivate realizate la S.C. Bursa Monetar-Financiară și de Mărfuri S.A. Sibiu	372
6.3. Operațiunile <i>swap</i>	375
6.4. Operațiunile cu drepturi de preferință	376
6.5. Tranzacțiile în marjă (<i>margin trading</i>)	377
6.6. Contractele de report. Contractele <i>repo</i> și <i>reverse repo</i>	378
6.7. Concluzie	380
CAPITOLUL V. ABUZUL DE PIAȚĂ	381
§1. Considerații introductive	381
§2. Precizări privind evoluția reglementării la nivel european	382
§3. Reglementarea actuală la nivelul Uniunii Europene	383
3.1. Cadrul general	383
3.2. Noțiunea de tranzacție bazată pe informații privilegiate	384
3.3. Noțiunea de informație privilegiată (<i>inside information</i>)	384
3.4. Subiectul activ – persoana inițiată	388
3.5. Noțiunea de instrument financiar în sensul Directivei 2003/6/CE	390
3.6. Control și sancționare	390
§4. Abuzul de piață în dreptul românesc	391
4.1. Aplicarea dispozițiilor referitoare la abuzul de piață din Legea nr. 297/2004	391
4.2. Tranzacțiile bazate pe informații privilegiate	392
4.2.1. Considerații privind actuala reglementare a tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate în dreptul românesc	392
4.2.2. O abordare dialectică a interdicției tranzacționării bazate pe informații privilegiate	396
4.3. Manipularea pieței	400
4.3.1. Noțiuni	400
4.3.2. Obligații generice	401
4.4. Monitorizarea pieței reglementate la vedere administrată de B.V.B.	401
4.4.1. Aspecte generale privind monitorizarea	401
4.4.2. Reguli specifice privind abuzul de piață	402
4.4.3. Principii privind executarea ordinelor clienților	403
4.5. Concluzii	404
CAPITOLUL VI. OPERAȚIUNILE TRANSFRONTALIERE	406
§1. Considerații introductive	406
§2. Operațiunile transfrontaliere din perspectiva legii-cadru privind piața de capital din România	407
2.1. Reguli privind activitatea intermediarilor în contextul derulării de operațiuni transfrontaliere	407

2.1.1. Societățile de servicii de investiții financiare (S.S.I.F.) din România _____	407
2.1.2. Intermediarii din state membre _____	409
2.1.3. Intermediari din state nemembre _____	409
2.2. Ofertele publice transfrontaliere _____	410
2.2.1. Aspecte generale _____	410
2.2.2. Aspecte specifice operațiunilor transfrontaliere vizând ofertele publice de preluare _____	411
2.3. Reguli privind activitatea organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare și a societăților de administrare a investițiilor în contextul derulării de operațiuni transfrontaliere _____	412
2.3.1. Reguli privind activitatea organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (O.P.C.V.M.) în contextul derulării de operațiuni transfrontaliere _____	412
2.3.2. Reguli privind activitatea societăților de administrare a investițiilor (S.A.I.). Libera circulație a serviciilor în reglementarea Legii nr. 297/2004 _____	413
2.4. Cooperarea între autoritățile competente _____	413
§3. Tranzacțiile cu valori mobiliare din perspectiva Legii nr. 105/1992 cu privire la reglementarea raporturilor de drept internațional privat _____	414
3.1. Dispoziții generale _____	414
3.2. Dispoziții privitoare la bunuri în general și la bunurile mobile corporale în special _____	416
3.3. Dispoziții generale privitoare la actul juridic _____	417
3.4. Condițiile de fond ale contractului _____	417
3.5. Condițiile de formă și de publicitate ale contractului (art. 86-87) _____	419
3.6. Contractul de vânzare _____	419
3.7. Contractul de intermediere _____	420
3.8. Reglementări privind actul ilicit și răspunderea pentru atingeri aduse personalității _____	420
§4. Aspecte de drept internațional privind emisiunile de euroobligațiuni _____	421
§5. Concluzii _____	424
CONCLUZII FINALE _____	427
BIBLIOGRAFIE _____	437

**TRANZACȚIILE
,
DE VALORI MOBILIARE**

Având în vedere aceste avantaje ale certificatelor de depozit se poate aprecia că, nu întâmplător, în dreptul intern român, O.U.G. nr. 88/1997 privind privatizarea societăților comerciale prevede, printre alte metode de vânzare a acțiunilor gestionate de instituția publică implicată, și vânzarea de acțiuni prin emiterea de certificate de depozit de către băncile de investiții pe piața de capital internațională. În acest sens, instituțiile publice implicate pot încheia contracte cu societăți de valori mobiliare, pentru vânzarea acțiunilor la bursele de valori sau pe alte piețe organizate, naționale ori internaționale, precum și cu bănci de investiții, pentru transferul și vânzarea unui portofoliu de acțiuni pe piața de capital internațională, în baza certificatelor de depozit sau a altor instrumente financiare utilizate pe această piață.

§2. Valori mobiliare – titluri de credit

2.1. Obligațiunile

2.1.1. Noțiune

Realizarea operațiunilor societății anonime necesită un anumit capital. În cazul în care capitalul devine insuficient, societatea poate recurge la anumite procedee pentru a-l obține: sporirea capitalului social cu aport în numerar sau în natură sau împrumuturi pe termen scurt^[457]. Fiecare din acestea prezintă avantaje și dezavantaje.

Pentru a evita dificultățile generate de mărirea numărului de acționari sau de fluctuațiile pieței, societatea poate ca în schimbul sumelor împrumutate pe termen lung să emită o specie de titluri de credit – obligațiuni.

Așadar, obligațiunile sunt emise de către companiile care au nevoie de finanțare și care încearcă să o obțină mai ieftin decât s-ar putea împrumuta de la bancă, evitând astfel alternativa unei majorări de capital care ar presupune o posibilă diluare a drepturilor de vot și a beneficiilor acționarilor existenți deja și în același timp apariția de noi acționari în cadrul companiei. O emisiune de obligațiuni este considerată mai ieftină așadar, nu numai față de alternativa împrumutului bancar ci și față de cea a emiterii de noi acțiuni pentru că de-a lungul timpului s-a constatat din punct de vedere statistic faptul că dividendele plătite în cazul în care s-ar emite noi acțiuni sunt mai costisitoare decât dobânzile datorate deținătorilor de obligațiuni.

Într-o perspectivă generală, obligațiunile reprezintă fracțiuni ale unui împrumut unic contractat de societate. Titlurile obligațiunilor sunt egale și indivizibile. Obligațiunile din aceeași emisie au un regim unitar. Prin încorporarea îndatoririi de rambursare în titlu, obligațiunile sunt transmisibile^[458]. Emiterea de obligațiuni se decide de adunarea generală extraordinară, în condiții de cvorum și majoritate specială.

Posesiunea obligațiunii conferă calitatea de creditor al societății și nu de asociat. Fiind numai creditor, deținătorul titlului are dreptul la restituirea sumei împrumutate și la dobânzile stabilite indiferent de situația societății. Dacă societatea este

^[457] I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, vol. I, Ed. C.H. Beck, București, 2006, p. 138.

^[458] *Ibidem*. A se vedea și I. MACOVEI, *Instituții în dreptul comerțului internațional*, Ed. Junimea, Iași, 1987, p. 152; I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, Ed. Junimea, Iași, 1980, p. 84.

declarată în stare de faliment, obligatarul va participa la împărțirea activului falimentar^[459].

În dreptul societăților comerciale, noțiunea de obligațiune desemnează o valoare mobilă negociabilă constând într-o creanță asupra unei societăți care conferă titularului său același drept de creanță pentru aceeași valoare nominală^[460]. Prin urmare, reprezentând în esență fracțiuni dintr-un capital împrumutat, obligațiunile exprimă raporturile de creanță dintre deținător și emitent.

Într-o altă definiție, obligațiunea este un titlu de creanță ce corespunde unei fracțiuni dintr-un împrumut pe termen lung, titlu emis de o întreprindere de stat sau de o colectivitate publică^[461].

Obligațiunile sunt titluri de credit emise de societate în schimbul sumelor de bani împrumutate, care încorporează îndatorirea societății de a rambursa aceste sume și de a plăti dobânzile aferente^[462]. Emitentul plătește dobândă pe obligațiuni la date specificate și le răscumpără când împrumutul este programat să fie rambursat, denumite data scadenței (*maturity date*), respectiv data răscumpărării (*call date*)^[463].

De asemenea, obligațiunea (engl. *bond*, fr. *obligation*) a fost considerată ca fiind un titlu financiar, instrument de datorie, reprezentând o creanță a deținătorului titlului asupra emitentului; obligațiunea dă dreptul la încasarea unei dobânzi (exprimată prin *coupon*) și urmează să fie răscumpărată la scadență de către emitent. Emisiunea de obligațiuni este o modalitate de mobilizare a capitalului de împrumut de către firme sau organisme de stat. În sens larg, generic, este vorba despre titlu financiar de împrumut (datorie) pe termen lung^[464].

Obligațiunile sunt instrumente de credit pe termen lung emise de societăți comerciale sau organe ale administrației publice centrale și locale (statul, județele, orașele, comunele) în scopul finanțării unor obiective de investiții^[465].

Termenul de obligațiune desemnează, pe de o parte, titlul negociabil emis de o societate pentru a constata existența unei creanțe împotriva sa iar, pe de altă parte, însăși creanța^[466].

În dreptul francez, obligațiunile sunt considerate titluri negociabile, constând într-o creanță pe termen lung asupra unei societăți, care conferă titularilor de obligațiuni (obligatarilor) drepturi de creanță egale, ce corespund valorii nominale a obligațiilor^[467].

^[459] I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, 2006, p. 138.

^[460] GH. ANGHELACHE, *op. cit.*, p. 58

^[461] F. TEULON, *Piețele de capital – Bursele, piața monetară, piața valutară, produse derivate*, Traducere de Crenguța Barabulă, Ed. Institutul European, Iași, 2001, p. 18; definiția evidențiază pluralitatea de potențiali emitenți față de numărul restrâns de tipuri de emitenți de acțiuni (societățile anonime și societățile în comandită pe acțiuni). După cum s-a arătat, în principiu, pe lângă societățile comerciale și organele administrației publice, chiar și asociațiile (în sens larg) pot emite obligațiuni (GH. ANGHELACHE, *op. cit.*, p. 58).

^[462] St.D. CĂRPENARU, *Drept comercial român*, ed. a 2-a, revizuită și completată, Ed. All Educational, București, 1998, p. 312

^[463] R. ZIPF, *Piața obligațiunilor*, ed. a 2-a, traducere C. Baroga, Ed. Hrema, București, 2000, p. 238

^[464] C. GRIGORUȚ, *Piața de capital. Mică enciclopedie*, Ed. Expert, București, 2001 p. 119; definiția scoate în evidență diferența față de împrumuturile bancare care sunt acordate pe termen scurt.

^[465] S. FĂTU, *op. cit.*, p. 48; definiția subliniază și scopul emiterii de obligațiuni ca element important în luarea deciziei investiționale.

^[466] GH. ANGHELACHE, *op. cit.*, p. 58.

^[467] Y. GUYON, *op. cit.*, vol. I, 2001, p. 783.

Obligațiunea este valoarea mobilă emisă cu dobândă (sau cu discount, în cazul obligațiunilor cu cupon zero) prin care emitentul se obligă să plătească proprietarului, la anumite intervale de timp (de regulă de două ori pe an), o sumă de bani, numită cupon, precum și să restituie la scadență valoarea integrală sau rămasă a principalului.

În concluzie, spre deosebire de acțiuni care presupun o participare la capitalul social al companiei respective (adică faptul de a deveni asociat, partener în compania respectivă, împărțind câștigurile și participând la pierderi), obligațiunile nu sunt altceva decât un împrumut acordat pentru un anumit timp bine determinat, la o dobândă fixă sau variabilă, dar precizată clar încă din momentul emiterii obligațiunilor și care se poate transfera unui terț prin vânzare (în condițiile dreptului comun sau în condițiile specifice unei anumite piețe reglementate).

Emitenții de obligațiuni pot fi instituții ale administrației publice centrale sau locale (de exemplu obligațiunile de stat, cele municipale și cele emise de consiliile județene) sau companii private, caz în care ele poartă denumirea de obligațiuni corporative^[468]. Teoretic, riscul în cazul obligațiunilor emise de administrațiile publice centrale și locale este foarte redus pentru că este greu de imaginat că acestea vor intra în incapacitate de plată și nu vor putea rambursa împrumutul obligatar, în timp ce obligațiunile corporative comportă un risc ceva mai ridicat.

2.1.2. Caracteristicile obligațiunilor

Incluse în categoria valorilor mobiliare, obligațiunile sunt titluri de credit care se individualizează prin anumite caracteristici.

Din definițiile de mai sus rezultă următoarele caracteristici principale ale obligațiunilor:

- sunt instrumente ale investiției de capital;
- sunt fracțiuni ale unui împrumut unic acordat de societate^[469];
- exprimă creanța deținătorului asupra activelor emitentului (încorporează dreptul la suma de bani prevăzută în titlu, adică angajamentul debitorului față de creditor de a-i plăti o dobândă și de a le răscumpăra la scadență sau în tranșe pe durata de viață);
 - conferă aceleași drepturi de creanță pentru aceeași valoare nominală; în mod necesar, toate obligațiunile din același împrumut – aceeași emisiune – sunt egale între ele (au o anumită valoare nominală unică și conferă drepturi egale^[470]);
 - sunt negociabile pe piața de capital^[471];
 - sunt indivizibile^[472];
- obligațiunile nu conferă drept de vot în Adunările Generale ale emitentului;
- obligațiunile asigură un venit fix, sub formă de cupon;

^[468] În dreptul britanic, conceptul de *obligațiuni* desemnează atât obligațiunile emise de societățile comerciale (*debt securities*), cât și titlurile emise de stat și obligațiunile municipale (*notes*).

^[469] I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, 2006, p. 138; I. MACOVEI, *Instituții în ...*, p. 152.

^[470] În sensul art. 167 alin. (2) din Legea societăților comerciale.

^[471] Obligațiunile conferă deținătorilor drepturi bănești sub forma dobânzii și a profitului din vânzarea pe piața secundară de capital la un preț superior celui de achiziționare. Aceste două forme de câștig depind de valoarea obligațiunii din momentul emisiunii și în orice moment până la rambursare (M. PRISĂCARIU et. al., *op. cit.*, p. 36).

^[472] St.D. CĂRPENARU, *op. cit.*, p. 312.

– durata de viață a unei obligațiuni este limitată (până la data scadenței acesteia).

Din punct de vedere juridic, s-ar putea spune că obligatarul este opusul acționarului. Spre deosebire de acționar, obligatarul este creditor al societății și are dreptul la un venit, în principiu, fix.

Împrumutul obligatar prezintă, în comparație cu împrumutul comun, simultan, atât un aspect individual, cât și un aspect colectiv^[473].

a) *în plan individual*, obligatarii se bucură uneori de un venit care, precum dividendul, variază cu nivelul beneficiilor realizate de societate. Anumite obligațiuni pot să fie transformate, în acțiuni.

b) *în plan colectiv*, obligatarii sunt grupați într-o masă – adunarea specială a obligatarilor – care exercită o indiscutabilă influență asupra vieții sociale^[474], pe când, în dreptul comun, creditorii nu au dreptul de imixtiune în afacerile debitorului lor, atât timp cât acesta este solvabil.

În ceea ce privește societățile comerciale, numai cele pe acțiuni și în comandită pe acțiuni au dreptul să emită obligațiuni^[475]. Singura condiție cerută de lege pentru emiterea obligațiunilor este ca împrumutul obligatar să nu depășească trei părți din capitalul vărsat și existent conform ultimului bilanț contabil aprobat^[476].

S-a exprimat opinia^[477] că emiterea de obligațiuni este condiționată de vărsarea integrală a capitalului social subscris. Pe cale de interpretare, sintagma „capital vărsat și existent” folosită de lege nu poate conduce la concluzia că o societate poate lansa un împrumut obligatar înainte de vărsarea întregului capital social subscris deoarece ar fi paradoxal ca o societate să se împrumute pentru a-și procura fonduri, înainte de a cere propriilor acționari să verse aporturile subscrise.

Aprobarea emisiunii de obligațiuni este de competența exclusivă a adunării generale extraordinare a acționarilor^[478].

O societate emitentă de obligațiuni nu va putea proceda la reducerea capitalului social prin restituiri făcute acționarilor din sumele rambursate în contul acțiunilor, decât în proporție cu valoarea obligațiunilor rambursate.

Fiind titluri negociabile cu valoare nominală, nu există nici o restricție legală la libera circulație a obligațiunilor.

^[473] GH. ANGHELACHE, *op. cit.*, p. 60.

^[474] Aceasta deoarece regimul juridic unic al obligațiunilor creează între obligatari o comunitate de interese. În scopul protejării drepturilor lor comune, unele legislații civile și comerciale au prevăzut organizarea masei obligatarilor (inclusiv în România). Pentru detalii, I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, 2006, p. 139; I. MACOVEI, *Instituții în ...*, p. 154.

^[475] Emisiunea de obligațiuni se poate realiza prin intermediul unor bănci sau prin apel la subscripția publică. În prima modalitate, băncile preiau toate obligațiunile emise de societate și le plasează cliențelor lor. În a doua modalitate, societatea trebuie să publice un prospect, ce are valoarea unei oferte adresate publicului (I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, 2006, p. 139; I. MACOVEI, *Instituții în ...*, p. 153; I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, 1980, p. 84).

^[476] Este important ca potențialii subscriitori să poată aprecia situația financiară a societății, în special prin consultarea bilanțurilor certificate de cenzorii externi independenți. Astfel se pot evita cazurile în care împrumuturile sunt emise de societăți fictive. În ideea asigurării protecției subscriitorilor, statul poate garanta, în anumite condiții, un împrumut, după cum societatea emitentă poate încheia și un contract de asigurare împotriva riscului investițional, aspect care este de natură să asigure, direct sau indirect, siguranța subscriitorilor.

^[477] GH. ANGHELACHE, *op. cit.*, p. 61.

^[478] Art. 113 lit. I) din Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale. A se vedea și I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, 2006, p. 139.

Valoarea nominală este cota parte din suma globală a împrumutului împărțit la numărul de obligațiuni emise^[479]. Conform legii române, obligațiunile trebuie să aibă o valoare nominală de minimum 2,5 lei^[480].

Fiind titluri care constată un drept de creanță, obligațiunile se deosebesc de acțiuni, care sunt titluri de asociere. Din această perspectivă, se poate afirma că un acționar își asumă riscuri mai mari (de neplată a dividendelor sau chiar de nerecuperare a fondurilor investite) decât un obligatar (risc redus de nerambursare). Cu privire la raportul de creanță care se stabilește prin subscriere trebuie subliniate unele aspecte legate de dobândă, garanțiile oferite obligatarilor și rambursarea împrumutului.

a) Dobânda (cuponul – *interest/coupon*).

Emisiunea de obligațiuni trebuie să fie făcută în așa fel încât să atragă publicul investitor deoarece obligațiunile, prin plata unei rate fixe a dobânzii, concurează cu alte instrumente de credit pentru banii investitorului. Deci, rata dobânzii trebuie să fie competitivă prin raportare la alte instrumente de credit, dar nu într-atât de ridicată încât societatea să nu o poată plăti.

Caracterul fix al cuantumului dobânzii este una din caracteristicile obligațiunilor. Venitul vărsat anual pentru obligațiuni este determinat la început pentru toată emisiunea. Dobânda nu variază în raport cu beneficiile societății, căci obligatarul are dreptul la venitul stipulat în contractul de emisiune care este din punct de vedere fundamental un contract de împrumut.

Totuși, caracterul fix al cadrului venitului nu este imperativ; în statele cu economie dezvoltată, în perioada de eroziune monetară și de instabilitate a dobânzilor la depozite, societățile caută să stipuleze dobânzi mai mult sau mai puțin variabile, soluție finală avantajoasă atât pentru ele, cât și pentru obligatari^[481].

Venitul obligațiunii este de asemenea fixat în timp. Nu numai că el nu variază în raport cu rezultatele exercițiului – în afară de stipulație contrară în contractul de emisiune – dar el este obligatoriu pentru societate pe toată durata împrumutului.

Rambursarea globală anticipată sau rambursarea înainte de scadență a unui anumit număr de titluri – amortizare prin tragere la sorți – sunt licite numai dacă operațiunile au fost prevăzute prin contractul de emisiune, ceea ce este întotdeauna recomandat.

Aceste reguli nu sunt altceva decât aplicarea celor care guvernează împrumutul cu dobândă.

Dobânda este, de obicei, plătită deținătorilor de obligațiuni anual și semestrial^[482].

^[479] Spre deosebire de acțiuni, obligațiunile pot fi emise sub paritate (sub valoarea nominală). Emiterea sub valoarea nominală este folosită frecvent ca un mijloc de atragere a subscriitorilor prin suplimentul de atractivitate prezentat astfel de obligațiunile emise. De asemenea, obligațiunile pot fi rambursabile deasupra parității, adică la un preț mai mare decât valoarea nominală, acesta fiind un alt element de atractivitate pentru investitori.

^[480] Art. 167 alin. (1) din Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale.

^[481] Este vorba de titlurile compuse. Aceste instrumente derivate vor fi prezentate într-un alt capitol.

^[482] Data propriu-zisă a plății poate fi în orice zi a lunii dar odată stabilită această dată ea se va menține pe toată perioada de viață a obligațiunii. Obligațiunile care sunt tranzacționate pe piață, în mod normal, înregistrează o creștere a prețului invers proporțională cu perioada de timp rămasă până la următoarea dată a plății dobânzii: astfel, cu cât se apropie data plății dobânzii cu atât crește prețul obligațiunii (până la concurarea valorii nominale a obligațiunii plus nivelul

b) Garanții oferite obligatarilor.

Cu privire la obligațiunile emise de societățile comerciale, dreptul francez impune principiul protecției obligatarilor. Legea din 1966 impune condiții severe cu privire la emisiunea de obligațiuni, reglementând regimul de funcționare a adunării obligatarilor, consolidarea protecției obligatarilor în cazul declarării stării de încetare de plăți a societății debitoare, precum și facilitarea emisiunilor de obligațiuni când acestea sunt convertibile în acțiuni. Spre deosebire de acțiuni, obligațiunile pot fi emise nu numai de către societățile pe acțiuni, ci și de grupuri de interes economic, persoane juridice de drept public și chiar de către asociații fără scop lucrativ^[483].

În dreptul anglo-saxon, protecția obligatarilor este asigurată pe temeiul instituției specifice a trust-ului (care poate avea ca obiect și emiterea de obligațiuni)^[484].

Trebuie subliniat că drepturile principale ale obligatarului subzistă indiferent dacă societatea a obținut sau nu beneficii (profit). Având în vedere acest lucru, plata dobânzilor și rambursarea principalului sunt susceptibile de a fi garantate printr-o garanție personală sau reală^[485]. De exemplu:

- o bancă garantează societatea emitentă;
- societatea emitentă a împrumutului obligatar consemnează o ipotecă a imobilelor sale ori a fondului său de comerț în profitul obligatarilor care sunt astfel mai bine apărați decât simplii creditori chirografari;
- societatea emitentă se angajează să afecteze, în tot sau în parte, prețul realizat de unul din elementele sale de activ rambursării obligatarilor (acest angajament nu oferă totuși decât o garanție incompletă, căci el este inopozabil terților);
- societatea emitentă încheie contracte de asigurare investițională.

Aceste garanții reprezintă un inconvenient pentru obligatarii care aveau subscris un precedent împrumut mai puțin garantat căci, dacă societatea are dificultăți financiare, împrumutul anterior va fi rambursat numai după restituirea noului împrumut care este garantat. Ca atare, pentru a evita acest risc, împrumuturile obligatate conțin o clauză de tratament egal – numită și clauza *pari passu* – prin care societatea emitentă a obligațiunilor se angajează să procedeze astfel încât să beneficieze automat de garanțiile convenționale care vor fi acordate de un nou împrumut și obligatarii deținători de titluri deja emise^[486]. Procedul se numește *clauza națiunii cele mai favorizate*, frecvent utilizată de altfel, în contractele internaționale.

De asemenea, obligatarii sunt protejați, într-o considerabilă măsură, prin faptul că masa lor este consultată asupra oricărui proiect de emisiune comportând un drept de preferință în raport cu împrumutul la care ei au subscris.

dobânzii). Imediat după plata dobânzii prețul scade până la un nivel comparabil cu prețul de emisiune, începând apoi să crească ușor pe măsura trecerii timpului.

^[483] GH. PIPEREA, *op. cit.*, p. 296.

^[484] *Trust*-ul trebuie să conțină, în această situație, o serie de prevederi esențiale: identificarea părților, scopul contractului, clauzele relative la emisiune, valoarea împrumutului, piața împrumutului, dobânzile aferente, obligațiile de a face și a nu face asumate de societatea emitentă, obligațiile și răspunderile părții denumite *trustee* și remunerarea acesteia ș.a.). *Trust*-ul care are ca obiect emiterea de obligațiuni, este asemănător, sub aspectul conținutului, cu prospectului de emisiune din dreptul român. În acest sens, GH. PIPEREA, *op. cit.*, pp. 296-297.

^[485] În dreptul britanic, unele obligațiuni sunt însoțite de garanții (*secured bonds*), altele sunt negarantate, investitorii bazându-se pe încrederea de care se bucură pe piață emitentul (*unsecured bonds* sau *debentures*).

^[486] GH. ANGHELACHE, *op. cit.*, p. 65.

Obligararii au de asemenea un drept de informare asupra vieții societății. Acest drept este apreciat asemănător celui acordat acționarilor.

c) Rambursarea împrumutului.

În principiu, la scadență, societatea emitentă rambursează obligatarilor valoarea nominală a titlurilor lor^[487]. Această rambursare se face cu titlu chirografar. Cu toate acestea, contractul de emisiune poate acorda obligatarilor fie o garanție, fie, dimpotrivă, impune lor o rambursare de ultimul rang.

Rambursarea valorii nominale prezintă inconvenient pentru obligatari în caz de inflație, căci valoarea sumei investite nu se mai regăsește în puterea de cumpărare. Diverse tehnici permit atenuarea acestui risc. Astfel, prin contractul de emisiune se poate prevedea că obligațiunile vor fi rambursate în acțiuni. În acest caz obligatarul este un acționar la termen.

De asemenea, societatea emitentă poate prevedea în prospectul de emisiune ca rambursarea împrumutului să fie efectuată de către un terț. Operațiunea – care nu este o substituie de debitor – are un regim mai complex.

2.1.3. Drepturile și obligațiile generale ale obligatarilor

În esență, deținătorii de obligațiuni (obligatarii) au creditat (împrumutat)^[488] emitentul pe o perioadă de timp determinată, motiv pentru care au dreptul de a cere dobânda promisă și restituirea sumei împrumutate.

Neavând statutul acționarilor care sunt practic asociați, obligatarii nu au drept de vot și nu se pot amesteca direct în problemele societății. Acest lucru nu înseamnă că nu își pot promova sau apăra interesele.

Și în dreptul românesc, conform art. 171 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, deținătorii de obligațiuni au dreptul de a se întruni în adunări generale pentru a delibera asupra intereselor lor. Printre atribuțiile Adunării Generale a Obligarilor legal constituită se numără următoarele^[489]:

- numirea unui reprezentant al deținătorilor de obligațiuni (și unul sau mai mulți supleanți) care să îndeplinească acte de supraveghere și apărare a intereselor lor comune sau să autorizeze un reprezentant cu îndeplinirea lor, cu dreptul de a-i reprezenta față de societate și în justiție, fixându-le remunerația; aceștia nu pot lua parte la administrarea societății, dar vor putea asista la adunările sale generale;

- constituirea unui fond, care va putea fi luat din dobânzile convenite deținătorilor de obligațiuni, pentru cheltuieli legate de apărarea drepturilor deținătorilor de obligațiuni, care va putea fi luat din dobânzile convenite obligatarilor, stabilind, în același timp, regulile pentru gestiunea acestui fond;

- dreptul de a se pronunța asupra emiterii de noi obligațiuni;

- să se opună la orice modificare a actului constitutiv sau a condițiilor împrumutului prin care s-ar putea aduce o atingere drepturilor deținătorilor de obligațiuni etc.

Adunarea va fi convocată pe cheltuiala societății care a emis obligațiunile, la cererea unui număr de deținători care să reprezinte a patra parte din titlurile emise și nerambursate sau, după numirea reprezentanților deținătorilor de obligațiuni, la cererea acestora. Societatea emitentă nu poate participa la deliberările adunării deținătorilor de obligațiuni, în baza obligațiunilor pe care le posedă. Deținătorii de

[487] A se vedea și I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, 2006, p. 140.

[488] La momentul cumpărării investitorii sunt obligați să verse integral prețul obligațiunilor.

[489] Art. 172 din Legea nr. 31/1990R privind societățile comerciale.

obligațiuni vor putea fi reprezentați prin mandatar, alții decât administratorii, directorii, respectiv membrii directoratului, ai consiliului de supraveghere ori cenzorii sau funcționarii societății.

Hotărârile luate de adunarea deținătorilor de obligațiuni în condițiile legii sunt obligatorii și pentru deținătorii care nu au luat parte la adunare sau au votat contra^[490]. Aceste hotărâri vor fi aduse la cunoștință societății, în termen de cel mult 3 zile de la adoptarea lor.

Hotărârile adunării obligatarilor pot fi atacate în justiție de către deținătorii care nu au luat parte la adunare sau au votat contra și au cerut să se insereze aceasta în procesul-verbal al ședinței, în termenul, condițiile și cu efectele arătate în art. 132 și art. 133 din Legea nr. 31/1990R privind societățile comerciale. Acțiunea în justiție a deținătorului de obligațiuni împotriva societății nu este admisibilă dacă are același obiect cu al acțiunii intentate de reprezentantul deținătorilor de obligațiuni sau este contrară unei hotărâri a adunării deținătorilor de obligațiuni.

2.1.4. Clasificarea obligațiilor

Obligațiunile care se emit pe piața de capital se pot clasifica în funcție de mai multe criterii: modul de transmitere; forma de emisiune; modul de stipulare a venitului; gradul de protecție a investitorului; rezultatele din practica pe piața de capital etc.

a) În funcție de *modul de transmitere sau de circulație*^[491], obligațiunile pot fi:

– *nominative* (având specificate datele de identificare ale obligatarului numele posesorului/titularului drepturilor/proprietarului pe un certificat, dacă sunt materializate, sau în cont, dacă sunt dematerializate). Dreptul aparține numai titularului și poate fi transmis prin cesiune.

– *la purtător* (nu au specificat un nume, posesorul legitim al obligațiunii beneficiind de toate drepturile aferente acesteia – *bearer bonds*; în acest caz deținătorii obligațiunilor detașează cuponul și îl prezintă agentului de plată pentru a încasa dobânda corespunzătoare). Dreptul se transmite prin simpla tradițiune materială.

b) După *forma de emisiune*, obligațiunile pot fi:

– *materializate*, când sunt emise în formă materială, pe suport de hârtie;

– *dematerializate*, emise prin înscriere în cont, pe suport magnetic – (*registered bonds*)^[492].

^[490] I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, 2006, p. 140.

^[491] I. MACOVEI, *Dreptul comerțului internațional*, 2006, p. 138; I. MACOVEI, *Instituții în ...*, p. 153. În literatura de specialitate economică, criteriile acestei clasificări sunt modul de identificare al proprietarului (M. PRISĂCARIU et. al., *op. cit.*, p. 34, S. FĂTU, *op. cit.*, p. 48); pentru o altă clasificare, a se vedea I. TURCU, *Dreptul afacerilor*, Ed. Fundației Chemarea, Iași, 1992, p. 213.

^[492] Dreptul comun în materie impune oricărei societăți comerciale să înregistreze emisiunile de obligațiuni la Registrul Comerțului și să țină evidența deținătorilor de obligațiuni, precum și a datelor de scadență într-un registru al obligațiunilor care să arate totalul obligațiunilor emise și al celor rambursate, precum și numele și prenumele, denumirea, domiciliul sau sediul titularilor atunci când ele sunt nominative.

După intrarea în vigoare a dispozițiilor privind caracterul dematerializat al valorilor mobiliare de pe piețele reglementate (organizate), aceste titluri sunt înscrise în conturi deschise pe numele titularilor lor, iar transmiterea se face prin simplul virament din cont în cont.

Evidența obligațiunilor este ținută fie de societatea emitentă – numai obligațiunile nominative, fie de un intermediar abilitat – atât cele nominative, cât și cele la purtător. În cazul în care obligațiunile au făcut obiectul unei oferte publice, înregistrarea și operațiunile asupra acestora se fac numai prin mijlocirea unui intermediar autorizat – registru independent, în conformitate cu

c) *Modul de stipulare a venitului generat de obligațiuni*^[493] grupează obligațiunile în două grupe majore:

– *obligațiuni cu dobândă* sunt emise la o valoare nominală, valoare care se returnează, de regulă la scadență, plus o dobândă care se distribuie conform unui program de distribuire;

– *obligațiuni cu cupon zero (zero-coupon bonds)*, denumite și *obligațiuni cu discount* sau *cu reducere* ori *emise fără cupon*, sunt emise la un preț de emisiune mai mic decât valoarea nominală care este plătită la scadență; nu se plătește dobândă sub formă de plată periodică sau totală, dar câștigul constă în diferența dintre prețul de cumpărare dat de investitor și prețul de răscumpărare la scadență^[494].

Concret, *tipul de cupon (venit generat de obligațiuni)* relevă următoarele tipuri particulare de obligațiuni:

– *obligațiuni cu rata fixă a cuponului (fixed coupon rate)*;

– *obligațiuni cu rata variabilă a cuponului* (obligațiuni cu dobândă variabilă – *floating-rate bonds, variable-rate* sau *adjustable-rate bonds*); în acest caz rata cuponului este actualizată periodic față de o rată de referință plus o diferență (*spread*)^[495]; de asemenea, emitentul poate fi obligat să modifice rata dobânzii în funcție de nivelul celei de pe piață la un anumit moment;

– *obligațiuni ale căror rată a cuponului se actualizează în funcție de un indice* (obligațiuni indexate – *indexed bonds*); în acest caz emitentul este obligat să actualizeze valoarea în funcție de un indice aplicat asupra dobânzii, asupra prețului de rambursare sau asupra ambelor mărimi^[496];

– *obligațiuni ale căror plăți ale cupoanelor sunt legate de indicele inflației (inflation-indexed bonds)*, modul de calculare a câștigului are în vedere evitarea erodării monedei în care se face plata și a puterii de cumpărare; astfel crește gradul de siguranță al investitorilor și obligațiunile devin mai atractive;

exigențele legii pieței de capital. Totuși, și societățile care au emis obligațiuni conform dreptului comun (necotate) pot opta pentru ținerea registrului obligațiunilor la o societate de registru independent autorizat.

^[493] În literatura de specialitate se consideră a fi criteriu de clasificare natura venitului generat (M. PRISĂCARIU et. al., *op. cit.*, p. 35) sau tipul de venit generat (S. FĂTU, *op. cit.*, p. 48); apreciem că în realitate este vorba doar de modul formal în care venitul este exprimat în emisiunea de obligațiuni și nu de natura intrinsecă a acestuia.

^[494] Sunt obligațiuni emise inițial în SUA de corporații și municipalități, începând cu anii '80.

^[495] *Floating-rate bonds (floaters)* presupun actualizarea ratei cuponului de mai multe ori pe an; *variable-rate/adjustable-rate bonds* presupun actualizarea ratei cuponului o singură dată pe an. Parametrii de calcul al acestor împrumuturi sunt variații: dobânda lunară a pieței monetare; dobânda medie a împrumuturilor garantate etc. O variație a cadrului veniturilor poate fi de asemenea, rezultatul garanțiilor de schimb care sunt inserate în împrumuturile internaționale, în special împrumuturile în eurodolari. Mecanismul complex de calcul al acestor părți variabile riscă să întârzie momentul în care obligatarul participă efectiv la rezultate. După o perioadă de succes, aceste obligațiuni se pare că au fost abandonate în economiile de piață dezvoltate din Europa. Oricum, ele sunt adresate investitorilor instituționali sofisticăți cum sunt băncile și organismele de plasament colectiv, și mai puțin persoanelor fizice.

^[496] Aceste obligațiuni dau dreptul la un cupon și la o rambursare a principalului, variabile în raport cu un anumit indice. Acest indice poate fi fundamentat pe volume de producție sau, cazul cel mai frecvent, pe prețul unui produs sau a unui grup de produse. Obligațiunile indexate sunt mai puțin emise de societățile de drept privat. În schimb, ele sunt adesea emise de colectivitățile publice (orașe, comune etc.). Exemplul cel mai celebru este împrumutul *Giscard*, lansat în Franța în 1973, ale cărui principal și venituri erau indexate după prețul aurului.

– obligațiuni *al căror venit variază anual în funcție de piața monetară*, cu un minim garantat; această formulă este practică în mod curent în Europa după anul 1976 deoarece permite investitorilor să profite de venituri din dobânzi foarte înalte, păstrând beneficiul regimului fiscal de favoare aplicabil veniturilor din obligațiuni;

– obligațiuni *de participație (sau participative)*; sunt emise la un preț (valoare nominală) la care se adaugă rata dobânzii minime (cupon venit fix suplimentar) ce urmează a fi majorată ulterior (dobânzile suplimentare sau prima de rambursare) în funcție de rezultatele financiare ale emitentului, din profitul net sau din alte surse (rezerve special constituite);

– obligațiuni *ale căror rată a cuponului crește de-a lungul perioadei de viață (step-up notes)*^[497];

– obligațiuni *care sunt emise la un preț mult mai mic decât valoarea nominală*, dar a cărei rată a cuponului este stabilită intenționat la nivel mai mic decât rata curentă din piață (*original-issue discount bonds* sau „*OIDS*”);

– obligațiuni *care permit emitentului să omită sau să întârzie plata dobânzii în cazul în care veniturile acestuia sunt prea mici (income / deferrable bonds)*^[498];

– obligațiuni *speciale cu cupon ce poate fi reinvestit (OSCAR)* – permit deținătorului să aleagă între a primi cupon de dobândă în numerar sau a primi obligațiuni identice cu cele inițiale^[499].

– obligațiuni *ale căror plăți ale cupoanelor includ și o cotă parte din principal (declining value bond)*.

De asemenea, cuponul obligațiunilor poate fi normal, scurt sau lung, în funcție de perioada acestuia. Prin urmare se individualizează următoarele:

– obligațiuni având cupon *normal* – a cărui perioadă este egală cu numărul de zile cuprinse între date cupon stabilite la perioade regulate de timp (de exemplu din 6 în 6 luni, din 3 luni în 3 luni, etc., în funcție de numărul de cupoane care se plătesc pe an);

– obligațiuni având cupon *scurt* – a cărui perioadă este mai mică decât cea a unui cupon normal, caz în care data de emisiune este fixată prin prospectul de emisiune după data de la care ar fi trebuit în mod normal să înceapă să se acumuleze dobânda corespunzătoare primului cupon;

– obligațiuni având cupon *lung* – a cărui perioadă este mai mare decât cea a unui cupon normal, caz în care data de emisiune este fixată înaintea datei de la care ar fi trebuit în mod normal să înceapă să se acumuleze dobânda corespunzătoare primului cupon^[500].

d) După natura dreptului conferit posesorului, obligațiunile sunt de trei feluri:

– obligațiuni *ordinare*, care acordă dreptul la restituirea valorii nominale și a dobânzii aferente;

– obligațiunile *cu primă*, sunt cele care sunt subscrise la un preț sub valoarea nominală și dau dreptul la diferența între valoarea nominală și suma efectiv vărsată societății;

^[497] Există și obligațiuni al căror cupon scade constant pe durata de viață a titlului.

^[498] Aceste obligațiuni sunt emise în general de companii care au dificultăți financiare sau sunt în proces de reorganizare.

^[499] D.G. BADEA, *Piața de capital & restructurarea economică*, Ed. Tribuna Economică, București, 2000, p. 87.

^[500] Perioada unui cupon lung este împărțită în două subperioade de timp în vederea determinării dobânzii acumulate corespunzătoare acestora.