

Cristian GHEORGHE
Ioana Andreea GHEORGHE

PIAȚA DE CAPITAL

Instituții juridice. Participanții. Protecția investitorilor

Cristian GHEORGHE
Ioana Andreea GHEORGHE

PIAȚA DE CAPITAL

**Instituții juridice. Participanții. Protecția
investitorilor**

Universul Juridic
București
-2022-

Titlul II

Instituții juridice

28. În sensul particular, juridic, instituțiile definesc ansamblul de norme care tratează și reglementează un obiect bine delimitat și puternic conturat din punctul de vedere al vizibilității și importanței juridice.

Orice ramură de drept își definește un set de instituții juridice care pun în valoare, din punct de vedere teoretic, ramura respectivă de drept. Genul proxim pentru dreptul pieței de capital, dreptul comercial redefinit în interiorul dreptului civil, se sprijină pe o tripletă de instituții juridice ușor de regăsit în toată reglementarea sa: profesioniștii, întreprinderea, societatea. În calitate de subramură comercială, și în domeniul pieței de capital aceste instituții au rezonanță și proiecții proprii. Delimitările clare ale domeniului nostru ne fac ca, după modelul comercial amintit, să identificăm și aici un set de instituții cu valoare de liant și punct de sprijin pentru întreaga reglementare a dreptului pieței de capital. Propunem în această categorie conceptele și instituțiile juridice reprezentate de instrumentele financiare, piețele reglementate (locurile de tranzacționare) și operațiunile de piață (contractul bursier). Chiar dacă „reprezentativitatea” acestor noțiuni poate fi discutată, aceste instituții sunt cheia care asigură cel puțin accesul în reglementarea dreptului pieței de capital. Reglementarea proprie a domeniului (legislația pieței de capital) nu se ocupă de dezvoltări conceptuale, nici nu ordonează materia reglementării decât din rațiuni practice. Revine științelor juridice în general și dreptului pieței de capital în special, sarcina de a cerceta reglementarea și de a extrage principii, concepte și relații între ele.

Modul algoritmic și utilitarismul reglementării pieței de capital, care tind mai mult spre niște seturi de „manuale de utilizare” pentru instrumente ale pieței de capital, fac ca noțiunea de contract bursier să nu aibă nicio fixare normativă concretă. Deși toată reglementarea pieței de capital nu este decât construcția unui suport pentru încheierea și executarea contractelor bursiere, tocmai conceptul principal al reglementării lipsește din cadrul normativ. Chiar și așa, bazându-ne mai mult pe „legislația secundară” a A.S.F. și reglementările piețelor particulare, conceptul de contract bursier a fost așezat pe un loc vizibil între noțiunile pieței de capital.

Capitolul 1

INSTRUMENTE FINANCIARE

29. Instrumentele financiare reprezintă conceptul de bază al dreptului piețelor financiare. Este materia primă, obiectul raporturilor juridice reprezentative ale domeniului care diferențiază această ramură de orice altă ramură de drept.

Conceptul, spre deosebire de alte dezvoltări ale legii, are o fixare normativă explicită³³ (fiindcă definiție în sine, în sens aristotelic, nu poate fi numită explici-tarea oficială a conceptului, în textul de lege)³⁴. Această reglementare impune analiză juridică și fixare a caracteristicilor care definesc instrumentele financiare. Legiuitorul, preluând modelul european, a ales o reglementare cazuistică, neli-mitativă, cu rolul de a fixa un număr tipic de acte și de a permite extragerea unor principii pe care să se sprijine identificarea ulterioară a altor titluri care lipsesc în prezent din reglementarea expresă.

³³ Legea nr. 126/2018, Anexa 1 Secțiunea C. Instrumente financiare înseamnă: 1 valori mobiliare 2 instrumente ale pieței monetare; 3 titluri de participare la organismele de plasament colectiv; 4 opțiuni, contracte futures, swap-uri, contracte forward pe rate și orice alte contracte derivate în legătură cu valori mobiliare, valute, rate ale dobânzii sau rentabilității, certificate de emisii ori alte instrumente derivate, indici financiari sau indicatori financiari, care pot fi decontate fizic ori în fonduri bănești; 5 opțiuni, contracte futures, swap-uri, contracte forward și orice alte contracte derivate în legătură cu mărfuri care trebuie decontate în fonduri bănești sau pot fi decontate în fonduri bănești la cererea uneia dintre părți, altfel decât în caz de neplată sau de alt incident care conduce la reziliere; 6 opțiuni, contracte futures, swap-uri și alte contracte derivate în legătură cu mărfuri care pot fi decontate fizic, cu condiția să fie tranzacționate pe o piață reglementată, în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare sau unui sistem organizat de tranzacționare, cu excepția produselor energetice angro tranzacționate pe un sistem organizat de tranzacționare care trebuie decontate fizic; 7 opțiuni, contracte futures, swap-uri, contracte forward și orice alte contracte derivate în legătură cu mărfuri, care pot fi decontate fizic, neincluse în categoria celor prevăzute la pct. 6 și neavând scopuri comerciale, care au caracteristicile altor instrumente financiare derivate; 8 instrumente derivate pentru transferul riscului de credit; 9 contracte financiare pentru diferențe; 10 opțiuni, contracte futures, swap-uri, contracte forward pe rate și orice alte contracte derivate în legătură cu variabile climatice, navlu sau rate ale inflației ori alți indicatori economici oficiali, care trebuie decontate în fonduri bănești sau pot fi astfel decontate la cererea uneia dintre părți, altfel decât în caz de neplată sau de alt incident care conduce la reziliere, precum și orice alte contracte derivate în legătură cu active, drepturi, obligații, indici sau indicatori, neincluse în prezenta definiție, care prezintă caracteristicile altor instrumente financiare derivate, ținându-se seama, printre altele, dacă sunt tranzacționate pe o piață reglementată, pe un sistem organizat de tranzacționare sau pe un sistem multilateral de tranzacționare; 11 certificatele de emisii.

³⁴ Enumerarea este una de extracție europeană. Vezi Directiva 2004/39/CE, art. 4 alin. (18). (MiFID I). Enumerarea este reproducerea exactă a Secțiunii C, Anexa I din Directiva 2014/65/UE (MiFID II). La nivel internațional nevoia de standardizare, izvorâtă din accepțiuni și caractere juridice ale aceluiași termeni, a mers până la crearea unui standard expres care să surprindă exact și neevaziv conținutul exact al unui instrument financiar particular (*ISO 10962 – Classification of financial instruments code*). Aceasta codificare a fost înlocuită de ISIN – *International Securities Identification Number* – un sistem de identificare unica a valorilor mobiliare.

Cuprinderea termenilor privind instrumentele financiare, ca și serviciile și activitățile de investiții, a fost actualizată odată cu implementarea în dreptul intern a directivelor MiFID I (Directiva 2004/39/CE) și MiFID II (Directiva 2014/65/UE).

Îndeplinind-și rolul de gardian și interpret al legislației pieței de capital, Autoritatea de Supraveghere Financiară este chemată în ultimă instanță să detalieze enumerarea legală, întărind interpretarea că această enumerare legală nu este una limitativă.

30. Specii reprezentative. Instrumentele financiare, în legislația prezentă a pieței de capital³⁵, sunt detaliate și grupate în specii cu caractere comune.

Valorile mobiliare reprezintă specia cea mai proeminentă a instrumentelor financiare. Pe lângă încărcătura clasică de drept comercial, conceptul are și o explicitare proprie în legea pieței de capital³⁶.

Instrumentele pieței monetare pot participa și ele la conținutul instrumentelor financiare. Mixarea piețelor, monetară și de capital, (într-un gen superior al piețelor financiare) a atras și instrumente ale pieței monetare în obiectul pieței de capital. Absorbirea acestora rămâne totuși limitată, în privința titlurilor de stat, la cele cu scadențe mai mici de un an (cu un grad de lichiditate, în sens economic, mai ridicat) dar acoperă certificatele de depozit și efectele de comerț, excluzând instrumentele de plată³⁷.

Titlurile de participare la organismele de plasament colectiv, prin creațiile tipice ale pieței de capital pe care le reprezintă, își găsesc un loc așteptat între instrumentele financiare. Acestea acoperă unitățile de fond sau acțiunile emise de organismele de plasament colectiv, în funcție de tipul acestor organisme.

Instrumentele financiare derivate alcătuiesc o specie aparte de instrumente financiare. Această specie este diferențiată de legislația pieței de capital utilizând ca criteriu de clasificare tipul de „activ suport”, bunurile care fac obiectul acestor instrumente financiare. Sunt decelate astfel instrumente financiare derivate „pe mărfuri”³⁸ și instrumente financiare derivate pur și simple³⁹ (cu suport reprezentat de bunuri necorporale: valori mobiliare, dobânzi, indici etc.

Rămânând în sfera delimitărilor legale observăm faptul că subspeciile enumerate mai sus de instrumente financiare derivate își găsesc o explicitare în

³⁵ Legea nr. 126/2018, Anexa 1C care preia reglementarea directivei MiFID II (2014/65/UE).

³⁶ Legea nr. 126/2018, art. 3 alin. (1) pct. 84. Valorile mobiliare sunt clasele de instrumente financiare care pot fi negociate pe piața de capital, cu excepția instrumentelor de plată ca, de exemplu: a) acțiuni emise de societăți și alte titluri de valoare echivalente acțiunilor emise de societăți, precum și certificatele de depozit având ca suport acțiuni; b) obligațiuni și alte titluri de datorie securizate, inclusiv certificatele de depozit având ca suport astfel de titluri; c) orice alte titluri de valoare care conferă dreptul de a cumpăra sau de a vinde asemenea valori mobiliare sau care conduc la o decontare în numerar, stabilită în raport cu valori mobiliare, monede, rate ale dobânzii sau rentabilității, mărfuri sau alți indici ori unități de măsură.

³⁷ Instrumentele pieței monetare sunt definite de art. 3 alin. (1) pct. 33, Legea nr. 126/2018. Totuși prevederile acestei legi nu se aplică instrumentelor pieței monetare titlurilor de stat, instrumentalelor financiare derivate care se referă la instrumente ale pieței monetare, monede, rate ale dobânzii sau ale randamentului și cursuri/indici publicați de B.N.R. și Banca Centrală Europeană [art. 2 alin. (2) și (3) Legea nr. 126/2018].

³⁸ Legea nr. 126/2018 art. 3 alin. (1) pct. 36 cu trimitere la anexa I, secțiunea C, pct. 5, 6, 7 și 10 din Directiva 2014/65/UE care privesc o marfă.

³⁹ *Ibidem*, art. 3 alin. (1) pct. 36 cu trimitere la anexa I, secțiunea C, pct. 4-10 din Directiva 2014/65/UE.

doctrina economică dar și în actele administrativ normative din domeniul financiar⁴⁰.

Enumerarea legală este completată cu *certIFICATELE DE EMISII*, prezentate sub titulatura de certificate de emisii de gaze cu efect de seră, astfel cum sunt definite de legislația internă și europeană⁴¹.

31. Criterii de identificare a instrumentelor financiare. Lipsa de delimitare teoretică a conceptului are avantajul eliminării inconvenientelor care țin de evoluția în domeniu și lărgirea continuă a titlurilor sau contractelor financiare care fac obiectul tranzacționării pe piețe reglementate, sisteme organizate de tranzacționare sau sisteme multilaterale de tranzacționare. Un prim indiciu în vederea identificării instrumentelor financiare este dat de stabilirea speciilor, care au o reglementare normativă (valori mobiliare, titluri de participare la OPCVM, instrumente monetare, instrumente financiare derivate și certificate de emisii.) În consecință, acceptarea caracterului limitativ al speciilor instrumentelor financiare este un element ajutător ce poate fi suficient pentru identificarea instrumentelor financiare. Practic, testul de includere în acest gen constă în asemănarea, alăturarea cu ușurință uneia dintre speciile bine determinate de instrumente financiare.

Diferențele dintre speciile de instrumente financiare sunt foarte mari și această realitate explică greutatea stabilirii unor criterii de identificare generală pentru întregul gen. Sau astfel de criterii diluează nepermis esența conceptului de

⁴⁰ De exemplu Normele BNR nr. 10/2002 (privind instrumentele financiare derivate, publicate în M. Of. nr. 610/16 august 2002), oferă o explicitare suficientă a termenilor. Chiar dacă izvorul juridic este efemer față de evoluțiile normative bancare (este abrogat în prezent), putem reține o posibilă explicare a acestor contracte financiare (instrumente financiare derivate).

Instrumentele financiare derivate sunt „instrumente a căror valoare depinde de evoluția unuia sau a mai multor elemente suport, cum sunt: rata dobânzii, cursul de schimb, indicii bursieri, valoarea acțiunilor și obligațiilor etc. În contextul prezentelor norme elementele suport sunt rata dobânzii și cursul de schimb”.

Swap pe rata dobânzii este un contract prin care părțile „acceptă să schimbe la momente viitoare în timp fluxuri de dobândă stabilite pe baza unei sume noționale (principal). Suma noțională (principalul pe baza căruia se calculează dobânzile) nu se schimbă, ci are loc numai decontarea periodică (schimb de dobânzi) a diferenței dintre fluxurile de dobânzi”.

Contract „futures” este un contract ce se tranzacționează pe piața reglementată și prin care „se cumpără/vinde la o dată viitoare o sumă în devize/activ financiar la un curs de schimb/preț stabilit în momentul încheierii contractului”.

Contract „forward rate agreements” (FRA) este un contract prin care două părți „convin asupra ratei dobânzii ce urmează să fie plătită în viitor pentru o sumă noțională (principal) și pentru o perioadă determinată. La scadența contractului părțile decontează diferența dintre dobânda stabilită prin contract și dobânda practică în acel moment pe piață. Suma reprezentând principalul nu se schimbă în nici un moment”.

O formă mai evaluată a instrumentelor financiare derivate de pe piața monetară poate fi găsită în Regulamentul BNR nr. 4/2014, la fel de efemer.

⁴¹ H.G. nr. 780/2006 [art. 3 lit. b)] privind stabilirea schemei de comercializare a certificatelor de emisii de gaze cu efect de seră, cu modificările și completările ulterioare, O.U.G. nr. 115/2011 privind stabilirea cadrului instituțional și autorizarea Guvernului, prin Ministerul Finanțelor Publice, de a scoate la licitație certificatele de emisii de gaze cu efect de seră atribuite României la nivelul Uniunii Europene, aprobată prin Legea nr. 163/2012, cu modificările și completările ulterioare, Directiva 2003/87/CE (sistemul de comercializare a certificatelor de emisii).

instrument financiar pe care piața de capital și l-ar dori bine evidențiat. Astfel doctrina franceză indică un criteriu subiectiv, reprezentat de motivația investițională⁴². Astfel de criterii sunt însă prea cuprinzătoare pentru a avea relevanță teoretică. Forma anterioară a legislației pieței de capital avea un criteriu simplist de identificare a instrumentelor financiare. Caracterul deschis al speciilor de instrumente financiare era declarat expres de încheierea enumerării legale care permitea cu ușurință extinderea sferei conceptului, oferind un singur criteriu, obiectiv însă de includere: admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată sau formularea unei cereri în acest sens⁴³. În prezent acest test al listării nu mai apare explicit, însă cu toată această optică nouă, normativă, nu putem interpreta modificarea în sensul că speciile de instrumente financiare vor fi închise în fața adaosurilor. Independent de această discuție, criteriul relevat generează un vortex causal: admiterea la tranzacționare trebuie să fie un rezultat al verificării calității de instrument financiar a unui titlu. A spune că admiterea la tranzacționare califică un titlu pentru calitatea de instrument financiar este de fapt o tautologie din punct de vedere teoretic. Practic admiterea la tranzacționare necesită autorizarea și implicit calificarea din partea A.S.F. În această optică însă criteriul de identificare este demonetizat pentru a lăsa loc unei marje de apreciere destul de mare din partea autorității de reglementare.

Rămânem la concluzia că legiuitorul oferă pentru conceptul de instrument financiar o enumerare nelimitativă în interiorul fiecărei specii, dar edificatoare pentru surprinderea tipologiei genului cercetat și un criteriu obiectiv, un test general aplicabil doar *post factum* (după listare), de extindere a domeniului conceptului.

Din punct de vedere al speciilor majore decelate reținem faptul că instrumentele financiare includ valorile mobiliare, titlurile de participare la organisme de plasament colectiv, instrumente ale pieței monetare, instrumentele financiare derivate și certificate de emisii.

Secțiunea 1 **Valori mobiliare**

32. Perspectiva de drept comercial. Conceptul de instrumente financiare este construit pornind de la valorile mobiliare. Aceasta este specia cea mai proeminentă și punctul de plecare în dezvoltarea „comerțului” specific pieței de capital. Noțiunea de valoare mobilă este împrumutată de dreptul piețelor financiare din materia comercială generală.

Dreptul comercial a consacrat o formă particulară de circulație a bunurilor prin crearea unui circuit, independent și separat, al titlurilor care reprezintă valorile

⁴² A-D Merville, *op. cit.*, p. 210.

⁴³ Legea nr. 297/2004, art. 2 alin. (1) pct. 11 lit. h), abrogat în prezent prin Legea nr. 24/2017. Legiuitorul cădea însă în păcatul logic de a defini o noțiune pornind tot de la ea însăși: „instrumente financiare înseamnă: (...) h) orice alt instrument financiar (...)”.

patrimoniale relativ la acele bunuri. Această abordare a reprezentat un punct de plecare pentru crearea unei piețe de capital în sens modern.

Pentru securitatea transferurilor, a fost realizată încorporarea efectivă a drepturilor de creanță sau de proprietate, care asigurau conținutul unor raporturi juridice fundamentale, în titlul care evoluează astfel de la un înscris suport, constatator, la o legitimare completă a unor drepturi clare conferite. În acest mod, posesia legală a titlului garantează dreptul cuprins în titlu. Un asemenea circuit a fost definit ca circuitul titlurilor de valoare (numite uneori și titluri de credit în considerarea uneia dintre funcțiile importante ale lor: obținerea rapidă a creditului comercial).

Titlul comercial de valoare este perceput de doctrină ca fiind un înscris în temeiul căruia posesorul său legitim este îndrituit să exercite, la o anumită dată, dreptul conferit de înscris⁴⁴.

Caracteristicile reținute pentru titlurile de credit sunt: caracter constitutiv, formal, literal și autonom⁴⁵. În clasificarea clasică a acestor titluri reținem efectele de comerț (cambia, biletul la ordin și cecul), valorile mobiliare (acțiunile, obligațiunile) și titlurile reprezentative ale mărfurilor (conosamentul, recipisa de depozit și warantul).

În această accepțiune comercială generală, valorile mobiliare reprezintă titluri comerciale de valoare care încorporează drepturi patrimoniale și nepatrimoniale în privința societății emitente.

Acțiunile, subspecie principală a valorilor mobiliare, sunt titluri reprezentative ale aportului societar, titluri de capital, fracțiuni ale capitalului social care conferă calitatea de acționar și drepturile patrimoniale și nepatrimoniale decurgând din această calitate. Natura juridică, caracteristicile și subspeciile acțiunilor fac obiectul de reglementare și de studiu al dreptului societar.

Obligațiunile, valori mobiliare de tipul titlurilor de datorie⁴⁶, sunt înscrisuri încorporând un drept de creanță și drepturi accesorii aferente (dobânzi) asupra societății, emise în schimbul unui împrumut acordat societății în formele legii comerciale. Într-un mod foarte general obligațiunile sunt fracțiuni dintr-un împrumut corporativ. Modul de rambursare sau conversie, tipul de garanții și drepturile exacte conferite posesorilor caracterizează acest tip de valori mobiliare.

Obligațiunile și acțiunile nu epuizează genul valorilor mobiliare, legiitorul adăugând și orice alte titluri de valoare care conferă dreptul de a cumpăra sau de a vinde asemenea valori mobiliare, cu exemplul drepturilor de alocare. Altă variantă este aceea în care astfel de titluri conduc la o decontare în numerar, stabilită în raport cu valori mobiliare, monede, rate ale dobânzii sau rentabilității, mărfuri sau alți indici ori unități de măsură⁴⁷.

Doctrina clasică reține pentru toate aceste valori mobiliare caracterul de titluri negociabile, dar și refuzul de aliniere exactă cu caracteristicile generale ale

⁴⁴ St.D. Cârpenaru, *Tratat de drept comercial român*, ed. a IV-a, Ed. Universul Juridic, București, 2014, p. 625.

⁴⁵ *Ibidem*, p. 626.

⁴⁶ Legea nr. 24/2017, art. 2 alin. (1) pct. 39.

⁴⁷ Legea nr. 126/2016, art. 3 alin. (1) pct. 84 lit. c).

titlurilor de valoare: acțiunile nu îndeplinesc condiția autonomiei și literalității⁴⁸. Respectiv drepturile încorporate în acțiune nu sunt total independente față de actul constitutiv al societății și voința socială, după cum întinderea acestor drepturi nu este determinată complet prin titlul însuși.

În privința conținutului de drepturi conferite, reglementarea societară relevă întinderea și importanța drepturilor nepatrimoniale între drepturile „atașate” valorii mobiliare. Analiza drepturilor conferite converge spre recunoașterea unor drepturi complexe, patrimoniale și nepatrimoniale⁴⁹, încorporate de aceste valori mobiliare.

Prin contrapunere cu titlurile de valoare pure, care prezintă caracteristicile complete ale genului, valorile mobiliare sunt receptate de o parte a doctrinei ca titluri corporative, societare, cu asemănări cu titlurile de valoare, dar diferite de ele⁵⁰.

33. Conceptualizări normative. Noțiunea în sine de valoare mobilă a avut mai multe reglementări exprese de-a lungul timpului, unele criticabile prin limitările induse. O.U.G. nr. 28/2002, unul dintre izvoarele anterioare ale dreptului pieței de capital, formula o definiție expresă pentru valorile mobiliare: instrumente financiare negociabile transmisibile prin tradițiune sau prin înscriere în cont, care conferă drepturi egale pe categorii, dând deținătorilor dreptul la o fracțiune din capitalul social al emitentului sau un drept de creanță general asupra patrimoniului emitentului, și susceptibile de tranzacționare pe o piață reglementată⁵¹.

Definiția legală conținea și ea, la acea dată, o enumerare exemplificativă: „acțiuni, titluri de stat, obligațiuni emise de administrația publică centrală sau locală și societăți comerciale, precum și alte titluri de împrumut cu scadență mai mare de un an, drepturi de preferință la subscrierea de acțiuni și drepturi de conversie a unor creanțe în acțiuni, alte instrumente financiare, cu excluderea instrumentelor de plată, care dau dreptul de a dobândi valori mobiliare echivalente celor menționate mai sus prin subscriere, schimb sau la o compensație bănească”⁵².

Această definiție trecută avea meritul că pornea de la genul proximal (titluri negociabile), dar păcătuia prin imprecizie și chiar eroare din punctul de vedere al reglementării societăților.

Transmisiunea prin tradițiune este exclusă pentru piețele reglementate iar formularea drepturilor patrimoniale încorporate de valoarea mobilă merită o analiză critică. Acțiunea nu dă dreptul acționarului nici la o fracțiune din capitalul social – care este doar o expresie valorică, nu un bun susceptibil de apropiat – și nici un drept de creanță general asupra patrimoniului emitentului. Drepturile recunoscute acționarilor – care includ și drepturi de creanță – nu ating în mod direct patrimoniul societății. Acționarii nu au calitatea de creditori sociali în timpul

⁴⁸ St.D. Cărpănu, *op. cit.*, p. 319; I.L. Georgescu, *Drept Comercial*, Ed. All Beck, București, 2002, vol. II, p. 482.

⁴⁹ St.D. Cărpănu, *op. cit.*, pp. 322-324.

⁵⁰ O. Căpățână, *Societăți comerciale*, Ed. Lumina Lex, București, 1996, pp. 84-86; M.N. Costin, *Titlul societății ca varietate a titlului de valoare, cu specială privire la acțiuni*, în RDC nr. 3/1998, p. 40.

⁵¹ O.U.G. nr. 28/2002 (abrogată prin Legea nr. 297/2004), art. 2 alin. (1) pct. 40.

⁵² O.U.G. nr. 28/2002, abrogată.