

**CONSIDERAȚII PRIVIND VALORILE MOBILIARE  
DEMATERIALIZATE**

SEPTIMIU VASILE PANAINTE

**1. Aspecte introductive și repere normative**

Imperativul intensificării și operaționalizării tranzacțiilor comerciale a generat o tendință de simplificare, standardizare și abstractizare a mărfurilor și chiar a valorilor mobiliare. S-a trecut astfel de la bunuri determinate fizic la mostre și eșantioane reprezentative, și, ulterior, de la eșantion la tipuri și calități abstracte de marfă. De asemenea, de la emiterea de titluri de valoare în formă materială s-a ajuns la simpla evidențiere prin înscriere în cont. Prin urmare, se poate afirma că principiul dematerializării valorilor mobiliare<sup>1</sup> a apărut ca o necesitate, ca o exigență impusă de sistemele de tranzacționare modernă a valorilor mobiliare și de funcționarea eficientă a unei burse de valori<sup>2</sup>.

Astfel, după forma de emisiune și în raport de suportul titlului, valorile mobiliare pot fi *materializate* (emise pe suport de hârtie, deci sub forma unui înscris care are o existență fizică) sau *dematerializate* (evidențiate prin înscriere electronică în cont, pe suport magnetic).

Într-o perspectivă diacronică, observăm mai întâi dispozițiile O.G. nr. 18/1993 privind reglementarea tranzacțiilor nebursiere cu valori mobiliare și organizarea unor instituții de intermediere<sup>3</sup> în care valorile mobiliare apăreau definite ca fiind „instrumente negociabile emise în formă materială sau *în cont* (subl. n.)”, fără a se mai face nici o precizare privind dematerializarea propriu-zisă.

Conform art. 2 lit. a din Legea nr. 52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori<sup>4</sup>, în înțelesul acestei legi, noțiunea de valori mobiliare avea

---

<sup>1</sup> A se vedea Gh. Anghelache, *Regimul valorilor mobiliare*, Ed. Tribuna Economică, București, 2001, pp. 12-21; E. Florescu, *Regimul juridic al titlurilor de credit și al valorilor mobiliare*, Ed. Rosetti, București, 2005, pp. 131-133.

<sup>2</sup> Când valorile mobiliare erau emise numai în formă materializată, certificatele de valori mobiliare erau mutate de la o firmă de brokeraj la alta după încheierea tranzacției. Firma păstra certificatele clienților la sediu, împreună cu cele proprii, în seifuri („*vaults*”). Pe măsura ce volumul și viteza tranzacțiilor a crescut, livrarea propriu-zisă a devenit aproape imposibilă (Gh. Piperea, *Societăți comerciale, piață de capital. Acquis comunitar*, Ed. All Beck, București, 2005, p. 255).

<sup>3</sup> Publicată în M. Of. nr. 206 din 26.08.1993.

<sup>4</sup> Publicată în M. Of. nr. 210 din 11 august 1994.

următoarea semnificație: „instrumente negociabile emise în formă materială sau evidențiate prin înscrierile în cont (subl. n.), care conferă deținătorilor lor drepturi patrimoniale asupra emitentului, conform legii și în condițiile specifice de emisiune a acestora.”. În mod inexact, în această definiție se precizează ca alternativă la forma materială de emitere a unor titluri modul de evidențiere și publicitate specific categoriei alternative de titluri (cele dematerializate). Se observă însă și evitarea cuvântului „dematerializat” avându-se în vedere, probabil, faptul că titlurile emise fără utilizarea unui suport material nu suportă în realitate o operațiune de dematerializare. Cu toate acestea, după cum se arată și în cele ce urmează, actele normative care au apărut ulterior au utilizat și utilizează acest cuvânt.

Se poate considera că în legislația românească principiul dematerializării valorilor mobiliare a fost consacrat de fapt prin Instrucțiunile nr. 2/1996 cu privire la emiterea de acțiuni în formă dematerializată, aprobate prin Ordinul Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare (C.N.V.M.) nr. 2/1996<sup>5</sup>. Articolul 1 din aceste instrucțiuni prevedea că: „În vederea asigurării protecției investitorilor împotriva furtului, pierderii sau distrugerii acțiunilor emise în formă materială și luând în considerare avantajele oferite pieței de capital autorizate de către sistemele electronice de înregistrare și tranzacționare, societățile comerciale pe acțiuni, considerate societăți deschise potrivit art. 2 alin. 1 lit. k) din Legea nr. 52/1994, vor emite acțiuni exclusiv în formă dematerializată, evidențiate prin înscriere în cont (subl. n.)”

Considerăm că avantajele dematerializării nu se limitează la protecția investitorilor împotriva furtului, pierderii sau distrugerii, posibile în cazul titlurilor emise în formă materială. Dematerializarea valorilor mobiliare este determinată în principal de modalitatea specifică în care acestea circulă pe piața de capital. Registrele de titluri nominative și suporturile scrise care reprezentau titlurile la purtător sunt înlocuite prin înregistrarea în cont și astfel este facilitat accesul la sistemele electronice de înregistrare și tranzacționare specifice piețelor reglementate.

Cu referire la Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale, observăm că, în forma sa inițială, aceasta nu făcea distincția între acțiuni materializate și dematerializate. Pentru eliminarea acestei inadvertențe, O.U.G. nr. 32/1997<sup>6</sup> a modificat Legea nr. 31/1990 în sensul că: „Acțiunile nominative pot fi emise în formă materială, pe suport hârtie, sau în formă dematerializată (subl. n.), caz în care se înregistrează în registrul acționarilor” (art. 91 alin. 2, forma actualizată)

<sup>5</sup> Publicat în M. Of. nr. 18 din 25.01.1996, în prezent abrogat. Pentru comparație, dematerializarea valorilor mobiliare a fost impusă în Franța prin Legea din 30 decembrie 1981.

<sup>6</sup> Aprobata și modificată prin Legea nr. 195/1997.

și „Obligațiunile pot fi emise în formă materială, pe suport hârtie, sau în formă dematerializată (subl. n.), prin înscriere în cont” (art. 162 alin. 4, forma actualizată).

Într-o altă etapă a reglementării pieței de capital, O.U.G. nr. 28/2002 privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate<sup>7</sup> prevedea în art. 2 pct. 40 că valorile mobiliare sunt „instrumente financiare negociabile transmisibile prin tradițiune sau prin înscriere în cont (subl. n.), 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 sunt susceptibile de tranzacționare pe o piață reglementată”. Se remarcă formularea cu totul inadecvată „instrumente financiare negociabile transmisibile prin tradițiune sau prin înscriere în cont”<sup>8</sup>. Tradițiunea, ca modalitate de transmitere, este specifică titlurilor la purtător, considerate, prin esența lor, materiale, și nu celor dematerializate și tranzacționate pe piețele reglementate. Din această perspectivă precizarea este neesențială și vizează sensul foarte larg al valorilor mobiliare care le include și pe cele transmisibile conform dreptului comun în materie. În același timp, tradițiunea, ca modalitate specifică de transmitere a titlurilor la purtător, nu poate avea are ca alternativă înscrierea în cont. Aceasta din urmă este doar o modalitate de evidențiere și înregistrare a titlurilor dematerializate și nu o modalitate de transmitere a titlurilor respective. Or, titlurile nominative, categorie contrapusă celor la purtător, se transmit, conform dreptului comun în materie, prin cesiune, sau prin modalitățile specifice pieței reglementate pe care sunt tranzacționate (acestor piețe fiindu-le specifice titlurile dematerializate).

Pentru anumite categorii de instrumente financiare au fost adoptate acte normative speciale.

Cu titlu de exemplu pot fi amintite Ordinul comun al B.N.R., M.F.P. și C.N.V.M. nr. 875/2001 pentru aprobarea Regulamentului privind operațiunile cu titluri de stat emise în forma dematerializată<sup>9</sup> și Ordinul M.F.P. nr. 1.408/2005

---

<sup>7</sup> Publicată în M. Of. nr. 238 din 09.04.2002. O.U.G. nr. 28/2002 a abrogat Legea nr. 52/1994 și a fost aprobată prin Legea nr. 525 din 17.07.2002 (publicată în M. Of. nr. 576 din 05.08.2002). A fost abrogată de Legea nr. 297/2004 privind piața de capital, în vigoare.

<sup>8</sup> Această trăsătură definitorie a fost preluată ca atare și în literatura de specialitate: „valorile mobiliare sunt titlurile negociabile emise de persoane juridice publice sau private, transmisibile prin înscriere în cont sau prin tradițiune, care reprezintă drepturi identice pentru fiecare categorie și dau acces, direct sau indirect, la o cotă parte din capitalul persoanei juridice emitente sau la un drept de creanță general asupra patrimoniului său” (Gh. Anghelache, *op. cit.*, p. 5).

<sup>9</sup> Publicat în M. Of. nr. 450 din 08.08.2001.

pentru aprobarea Regulamentului privind operațiunile cu titluri de stat emise în forma dematerializată<sup>10</sup>.

Legea nr. 31/2006 privind securitizarea creanțelor<sup>11</sup> prevede în art. 3 pct. 10 că instrumentele financiare securitizate sunt valori mobiliare de tip obligatar sau de tip participativ, *emise în formă dematerializată* în cadrul unei operațiuni de securitizare. Tranzacționarea instrumentelor financiare securitizate se efectuează pe piețe reglementate sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare.

De asemenea, conform art. 2 pct. 13 din Legea nr. 32/2006 privind obligațiunile ipotecare<sup>12</sup>, acestea sunt „valori mobiliare *în formă dematerializată* (subl. n.), emise în baza unui prospect aprobat de C.N.V.M. și sub supravegherea acesteia, în vederea refinanțării activității emitentului de acordare de credite ipotecare, în baza unui portofoliu de credite ipotecare asupra căruia investitorii dobândesc o garanție de prim rang și un drept de preferință în raport cu orice alt creditor al emitentului”.

Se mai poate remarca faptul că, în România, fenomenul „dematerializării” este astăzi accentuat și extins și la alte domenii. În acest sens, a se vedea prevederile Legii nr. 260/2007 privind înregistrarea operațiunilor comerciale prin mijloace electronice<sup>13</sup> (conform art. 1 alin. 1, acest act normativ stabilește regimul juridic al documentelor în formă electronică ce conțin date privind operațiunile economice de schimb sau vânzare de bunuri sau servicii între persoane care emit și primesc facturi, bonuri fiscale sau chitanțe în formă electronică).

Legea cadru nr. 297/2004 privind piața de capital din România<sup>14</sup> și principalele directive europene<sup>15</sup> în materie nu mai reiterează principiul sau condiția dematerializării instrumentelor financiare care fac obiectul tranzacțiilor pe piața de capital.

Prin prisma dreptului pozitiv, având în vedere și relevanța practică, apreciem ca deosebit de importante dispozițiile Codului Bursei de Valori

---

<sup>10</sup> Publicat în M. Of. nr. 881 din 30 septembrie 2005, modificat și completat prin Ordinul nr. 666 din 28 aprilie 2006. A abrogat Ordinul nr. 875/2001.

<sup>11</sup> Publicată în M. Of. nr. 225 din 13 martie 2006.

<sup>12</sup> Publicată în M. Of. nr. 264 din 23 martie 2006.

<sup>13</sup> Publicată în M. Of. nr. 506 din 27 iulie 2007.

<sup>14</sup> Publicată în M. Of. nr. 571 din 29 iunie 2004.

<sup>15</sup> Este vorba, în principal, de Directiva C.E. nr. 34/2001 privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a burselor de valori și informațiile care trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare, publicată în JO L nr. 184 din 6.7.2001 și modificată prin Directiva C.E. nr. 6/2003 și prin Directiva C.E. nr. 1/2005, și de Directiva C.E. nr. 39/2004 privind piețele de instrumente financiare, publicată în JO L nr. 145 din 30.4.2004.

București S.A. – operator de piață (Codul BVB). Astfel, una din condițiile impuse pentru admiterea la tranzacționare la BVB este aceea ca instrumentele financiare să fie dematerializate (art. 5 alin. 1 lit. b, art. 7 alin. 2 lit. b, art. 24 alin. 1 lit. b, art. 40 alin. 1 lit. b).

## 2. Caracteristicile generale ale titlurilor de credit (sau de valoare)

Doctrina a relevat caracteristicile generale ale titlurilor de credit (sau de valoare)<sup>16</sup> după cum urmează:

- înscrisul are caracter constitutiv (dreptul de creanță este încorporat în titlu);
- înscrisul are caracter formal (trebuie să îmbrace forma predeterminată prin lege și să cuprindă toate elementele care îi sunt proprii)<sup>17</sup>;
- înscrisul are caracter literal (întinderea și natura dreptului și a obligației corelative sunt strict și exclusiv determinate de mențiunile cuprinse în înscris);
- înscrisul conferă un drept autonom (pe de o parte, în sensul că dreptul și obligația corelativă născute din titlu sunt independente față de actul juridic din care decurg, iar pe de altă parte, în sensul că dobânditorul devine titularul unui drept propriu, nou, originar, nu derivat din cel al transmițătorului).

Prin asimilarea evoluției reglementărilor în domeniu, s-a mai arătat că titlul de credit îndeplinește, ca instrument negociabil, o funcție dublă:

- de mijloc necesar și suficient pentru exercitarea dreptului menționat în conținutul său;
- de mijloc tehnic prin care este pus în circulație însăși dreptul conținut<sup>18</sup>.

Drept consecință, caracterele esențiale ale titlurilor de credit au fost formulate astfel: sunt reprezentante al unui drept autonom și literal; sunt negociabile, având rolul de a fi puse în circulație ca obiect al actelor juridice. Așadar, dreptul încorporat într-un instrument din hârtie sau magnetic, este un drept autonom, literal și negociabil<sup>19</sup>.

**2.1. Autonomia** exprimă conexiunea între titlu și drept, în sensul că dreptul este reprezentat fie materialmente, fie prin înscriere în cont, iar suportul material, magnetic sau de hârtie, îmbracă forma titlului ce reprezintă dreptul. Cu

---

<sup>16</sup> I. Macovei, *Dreptul comerțului internațional*, Ed. Junimea, Iași, 1980, p. 314; Stanciu D. Cărpenaru, *Drept comercial român*, ad. a II-a, revizuită, Ed. All Educational, București, 1998, p. 464; E. Florescu, *op. cit.*, pp. 44-47. Pentru analiza măsurii în care aceste trăsături ale titlurilor de credit se verifică sau nu în cazul acțiunilor, a se vedea I. Macovei, *Dreptul comerțului internațional*, vol. I, Ed. C.H. Beck, București, 2006, p. 134.

<sup>17</sup> Inclusiv în cazul celor dematerializate. Pentru detalii, I. Macovei, *Dreptul comerțului internațional*, 1980, p. 314.

<sup>18</sup> E. Florescu, *op. cit.*, p. 43.

<sup>19</sup> *Ibidem*, p. 44.

alte cuvinte, „pentru a fi *tangibil* (subl. a.), dreptul încorporat este *îmbrăcat* (subl. a.) de lege într-un suport de hârtie sau magnetic. Dreptul fiind *legat* (subl. a.) într-un mod special de instrument, transferul dreptului se confundă cu transferul instrumentului”<sup>20</sup>.

Autonomia dreptului reprezentat prin titlu presupune independența acestuia de raporturile juridice și de circumstanțele care au determinat nașterea dreptului și transmiterile sale anterioare<sup>21</sup>. Astfel, dreptul încorporat în titlu se fundamentează pe un raport juridic nou și autonom față de toate raporturile juridice anterioare emiterii titlului. Această regulă răspunde exigențelor transmiterii sigure și cu celeritate a titlurilor de credit în general și a valorilor mobiliare în special prin sistemele electronice de tranzacționare bursieră.

Dreptul din titlu provine din dreptul asupra titlului<sup>22</sup>. Titularul dreptului nu se bazează pe un raport intervenit cu debitorul sau pe o succesiune de astfel de raporturi personale, ci pe proprietatea titlului.

Trăsătura autonomiei este prevalentă, prioritară, în sensul că este indiferent dacă posesorul a procedat cu rea-credință sau neglijență culpabilă sau dacă dobândirea titlului de către posesor ar fi suspectă. Astfel, debitorul este ținut la plată, deoarece el nu este obligat să apere interesele proprietarului adevărat față de posesorul titlului a cărui rea-credință nu îi este cunoscută. Dreptul conferit prin titlu se detașează de elementele subiective care guvernează creanța contractuală dobândită prin cesiunea reglementată în dreptul civil (care generează un drept derivat din cel al transmițătorului). Prin comparație, dreptul dobândit prin transmiterea titlului de credit este un drept necondiționat, originar și abstract, adică titularului acestui drept nu îi sunt opozabile viciile sau excepțiile de nulitate ori cele legate de plată ce puteau fi opuse posesorului precedent (viciile rezultate din *causa debendi* nu sunt și viciile pentru *causa credendi*)<sup>23</sup>.

Între obligație și înscris (titlu) legătura este nu numai constitutivă, ci și permanentă. S-a arătat că, pe de o parte, dreptul și obligația corelativă nu se nasc decât prin consemnarea voinței subiecților într-un document, iar pe de altă parte, dreptul nu poate fi exercitat de către titulari decât prin posesiunea materială a înscrisului, iar debitorul nu se poate elibera valabil decât cerând și

---

<sup>20</sup> *Ibidem*.

<sup>21</sup> A se vedea și I. Macovei, *Dreptul comerțului internațional*, 1980, p. 314.

<sup>22</sup> P. Pătrășcanu, *Drept comercial. Cambia și biletul la ordin*, Ed. All, București, 1994, p. 6.

<sup>23</sup> E. Florescu, *op. cit.*, pp. 45-46.

obținând restituirea înscrisului fără de care riscă să mai plătească o dată în mâinile celui care se va prezenta ca posesor legitim al aceluiași înscris<sup>24</sup>.

**2.2. Literalitatea** presupune că dreptul este circumscris de și prin litera textului din titlu<sup>25</sup>. Dreptul de creanță este încorporat în titlu și constatat prin titlu confundându-se cu dreptul de proprietate asupra titlului; dreptul de creanță nu există fără titlu, *negotium* se confundă cu *instrumentum probatione*<sup>26</sup>. În acest context, întinderea și natura dreptului și a obligației corelative sunt strict și exclusiv determinate de mențiunile cuprinse în înscris.

Analiza acestei caracteristici a dreptului, obligă la distincția între normele legale imperative și cele dispozitive, norme care limitează sau, respectiv, lasă liberă voința emitentului.

Regulile imperative instituie, prin limitarea voinței emitentului, un anumit formalism fără de care titlurile nu vor fi valide și recunoscute ca atare. Atunci când sunt incidente normele supletive, emitentul își poate exprima liber voința, aspect care un rol deosebit la constituirea dreptului.

Literalitatea înlătură orice fel de discuții legate, fie de dreptul încorporat, fie de obligația corelativă dreptului, sub aspectul că nici nu poate fi adăugat și nici nu poate fi înlăturat sau șters ceea ce s-a înscris în conținutul titlului ca suport al dreptului. În acest mod, literalitatea protejează interesul debitorului consfințind în termeni exacti și nediscutabili obligația acestuia, chiar și atunci când nu se respectă cauza debitului, ca sorginte a emiterii titlului<sup>27</sup>.

**2.3. Negociabilitatea** dreptului încorporat titlului de credit se explică, în mod tradițional, prin faptul că dreptul constatat în titlu este „obiectivat”<sup>28</sup>.

Prin constituirea lui în conținutul titlului, dreptul devine „valoare în circulație” și prin aceasta titlul de credit care reflecta deja un act juridic poate constitui obiect al altor acte juridice. Dreptul reprezentat prin titlul de credit este, în principiu, cesibil *erga omnes*<sup>29</sup>.

---

<sup>24</sup> Gh. Piperea, *op. cit.*, p. 246; S. Ionescu, P. Demetrescu, I.L. Georgescu, *Noua reglementare privind titlurile de credit*, apud V. Luha, *Trăsături generale ale titlurilor de credit*, în R.D.C. nr. 7-8/1998, p. 161.

<sup>25</sup> A se vedea și I. Macovei, *Dreptul comerțului internațional*, 1980, p. 314.

<sup>26</sup> Gh. Piperea, *op. cit.*, p. 244; I. Turcu, *Contracte și operațiuni bancare*, Ed. Lumina Lex, București, 1994, p. 12.

<sup>27</sup> E. Florescu, *op. cit.*, pp.46-47.

<sup>28</sup> I.N. Fișteșcu, *Curs de drept comercial*, vol. I, București, 1929, p. 6.

<sup>29</sup> Prin tradițiunea titlului, prin gir sau prin cesiune, după cum titlul este la purtător, la ordin sau nominativ.

Modalitatea prin care titlurile de credit urmează să fie puse în circulație se află la latitudinea emitentului. Atât primul beneficiar cât și cei ulteriori sunt ținuți, conform principiului *pacta sunt servanda*, să respecte legea circulației aplicabilă titlului și fixată de lege și/sau prin voința emitentului<sup>30</sup>.

În consecință, dacă emitentul a ales să emită și să ofere spre subscripție publică valori mobiliare conform regulilor unei piețe reglementate (cum este B.V.B., spre exemplu), atunci acestea vor circula conform regulilor specifice și prin mecanismele pieței respective.

Negociabilitatea, ca trăsătură esențială a dreptului reprezentat prin titlu, presupune transmiterea acestui drept într-un mod simplificat. Negociabilitatea poate fi mai accentuată sau mai redusă în funcție de tipul titlului, de formalismul impus de modalitatea de circulație și de caracteristicile sistemului de tranzacționare.

Dematerializarea proiectează însă o lumină proprie asupra titlurilor de credit. Acestea nu mai pot fi definite exclusiv ca înscrisuri, documente, hârtii de valoare și, prin urmare, teoria înscrisului care încorporează dreptul ne apare astăzi ca fiind depășită. În acest context, considerăm că se impune reevaluarea și nuanțarea teoriilor „clasice” privind trăsăturile titlurilor de credit (pentru situația în care acestea sunt dematerializate).

### **3. Efecte ale dematerializării asupra regimului juridic al valorilor mobiliare tranzacționate pe piața de capital**

La nivel general, observăm că, prin fenomenul dematerializării, piața de capital a devenit o piață eminamente simbolică deoarece valorile, fiind dematerializate, nu sunt prezente fizic în momentul tranzacționării. În plus, există și anumite tranzacții (futures, cu opțiuni, cu indici bursieri) care se execută doar prin plata diferenței de preț.

În același timp, dematerializarea titlurilor și generalizarea tehnicilor de comunicare electronică au dus la apropierea celor două sisteme tradiționale de tranzacționare (prin licitație și prin negociere<sup>31</sup>) și la apariția unor sisteme mixte de licitație-negociere *on line*<sup>32</sup>.

În principiu, în cazul valorilor mobiliare înscrise în cont, titularul are un drept de creanță împotriva emitentului și, eventual, intermediarului și un drept

---

<sup>30</sup> E. Florescu, *op. cit.*, p. 48.

<sup>31</sup> Piețele de negociere mai sunt denumite „la ghișeu” sau OTC (din „*over the counter*”).

<sup>32</sup> Bursele din Paris și Londra sunt modele ale acestui sistem mixt. Aceași caracteristică o are și B.V.B.



real asupra valorii reprezentate de înscrierea în contul respectiv<sup>33</sup>. Prin urmare este foarte important a se face delimitarea între dreptul conferit de titlu investitorului asupra emitentului (drept de creanță) și dreptul de proprietate al investitorului asupra titlului cumpărat, oricât de strânsă ar fi legătura între acestea.

Pe de o parte, în doctrina românească s-a exprimat opinia că acțiunile dematerializate, nefiind constatate printr-un înscris cu valoare comercială care să constituie titlul lor, nu prezintă caracteristicile esențiale ale titlului de valoare, respectiv nu încorporează drepturi de creanță, nu pot conferi creanței autonomie față de raportul juridic fundamental și nici certitudinea pe care i-ar da-o acesteia literalitatea. Acțiunile dematerializate se înscriu în cont, dar „înscrierea lor în cont nu are aceeași semnificație cu încorporarea în titlu, care este de esența oricărui titlu de valoare”<sup>34</sup>.

Pe de altă parte, s-a apreciat că fenomenul dematerializării titlurilor de credit în general și valorilor mobiliare în special nu modifică profund natura juridică și trăsăturile caracteristice ale acestora<sup>35</sup>. Într-adevăr, indiferent de forma materializată sau dematerializată, încă din faza de genază, valorile mobiliare sunt drepturi de creanță. Încorporarea drepturilor în titluri (materializate sau dematerializate) trebuie circumscrisă necesității de a facilita circulația acestora și de a proteja totodată buna-credință a dobânditorilor succesivi. Se poate considera că există titluri și pentru valorile mobiliare dematerializate și evidențiate prin înscriere în cont, doar forma suportului este schimbată.

În același timp, dematerializarea modifică profund regulile privind reprezentarea și circulația valorilor mobiliare. Din punct de vedere practic, distincția dintre titlurile nominative și cele la purtător și-a pierdut importanța, mențiunile realizate cu ocazia înregistrării în conturi fiind identice<sup>36</sup>. S-a arătat că termenul de „titlu”, care reprezenta – înainte de instituirea măsurii dematerializării acțiunilor – documentul care constituia suportul fizic al dreptului, semnifică acum o valoare scripturală fără individualitate. S-a subliniat de asemenea că și titlurile la purtător pot fi dematerializate în condițiile în care contul titularului lor este deținut de o bancă, societate de valori mobiliare sau

---

<sup>33</sup> G. Ripert, R. Roblot, *Traite de droit commercial*, 13e édition, tome 2, LGDJ, Paris, 1992, p. 44.

<sup>34</sup> M.N. Costin, Mircea N. Costin, *Titlul societar ca varietate a titlului de valoare, cu specială privire la acțiuni*, în R.D.C. nr. 3/1998, p. 49.

<sup>35</sup> E. Florescu, *op. cit.*, p. 81.

<sup>36</sup> Din punct de vedere legal, distincția între titluri nominative și la purtător se menține cu atât mai mult cu cât valorile mobiliare pot fi emise și în formă materială în cazurile în care legea nu interzice *per a contrario*.

altă instituție financiară abilitată<sup>37</sup>. Astfel, titlul „la purtător” (care presupune înregistrare în cont), în ciuda denumirii, nu are un suport material. Practic, societatea emitentă ignoră titularul valorii mobiliare la purtător, căci nu ea este cea care ține contul titularului și nici nu are acces la el<sup>38</sup>. Dimpotrivă, în cazul titlului nominativ, societatea emitentă cunoaște identitatea acționarilor sau/și obligatarilor.

În ceea ce privește *titlurile la purtător*, chiar emiterea lor în formă materială este foarte rară (deși transmiterea dreptului de proprietate în acest caz prin simpla tradițiune este foarte atrăgătoare). Caracterul constitutiv al înscrisului, autonomia dreptului conținut în acesta, faptul că dematerializarea face imposibilă tradițiunea (modalitatea specifică de circulație), ca și terminologia consacrată în literatura de specialitate, fac ca titlurile la purtător dematerializate să pară un non-sens<sup>39</sup>.

În ceea ce ne privește considerăm că, teoretic, și titlurile la purtător pot fi emise în formă electronică sau dematerializate. Ele pot fi afectate nu unui nume ci unui cod, iar transmiterea se poate face pe bază de parolă, spre exemplu. Evident, în cazul tranzacționării pe o piață reglementată titlurile, care trebuie să fie dematerializate, sunt necesarmente nominative. Acestor piețe le sunt specifice reguli severe de protecție a investitorilor și evitare a abuzului de piață. Spre exemplu, o tranzacție bazată pe informații privilegiate nu poate fi evitată sau sancționată decât dacă se cunoaște dacă partea deținătoare a informațiilor respective a participat, direct sau indirect, la o anumită operațiune cu valori mobiliare.

Dematerializarea titlurilor la purtător impune două constatări conclusive cu privire la acestea:

a) nu mai sunt mobile corporale<sup>40</sup>; drepturile titularilor lor nu mai sunt încorporate într-un înscris care să le servească drept suport, ci ele rezultă numai

---

<sup>37</sup> Gh. Anghelache, *op. cit.*, p. 13.

<sup>38</sup> *Ibidem*, p. 14.

<sup>39</sup> În Franța, acțiunile necotate la bursă nu pot fi la purtător, conform Legii din 30 decembrie 1981. Rațiunea instituirii acestei reguli constă și în eliminarea unei posibilități de a „spăla” banii. Pentru o analiză critică din această perspectivă a dispozițiilor art. 8 din Legea nr. 656/2002 privind prevenirea și sancționarea spălării banilor, a se vedea E. Florescu, *op. cit.*, pp. 82-83.

<sup>40</sup> Indiferent de forma lor, valorile mobiliare dematerializate reprezintă drepturi mobiliare încorporale.

dintr-o înscriere în cont<sup>41</sup>; în consecință s-a considerat că ar fi adecvat să vorbim despre titluri anonime și nu la purtător<sup>42</sup>;

b) transmiterea proprietății nu mai este realizată prin simpla tradițiune (imposibilă) ci presupune existența unui ordin de transfer dat organismului care ține contul și efectuarea înregistrărilor corespunzătoare sau simpla devoalare a codului. Cunoașterea informației – codul aferent valorilor mobiliare dematerializate „la purtător” - valorează proprietate (atât timp cât codul nu a fost dobândit prin mijloace frauduloase).

De asemenea, trebuie subliniat că se pot constitui cu privire la valorile mobiliare dezmembrăminte ale dreptului de proprietate (precum uzufructul), că acestea pot fi deținute în indiviziune, pot fi împrumutate, gajate etc. Un titlu dematerializat însă nu este susceptibil de posesie – *corpus* și prin urmare nu poate face obiectul unui depozit în sensul în care această noțiune este consacrată în legislația civilă.<sup>43</sup> De asemenea, garanțiile asupra acestor titluri nu mai presupun posesia, ci tot o simplă înscriere în registru.

Totodată, considerăm că, în cazul valorilor mobiliare și în general al instrumentelor financiare dematerializate, suportul magnetic pe care este realizată înregistrarea nu încorporează drepturile în aceeași manieră în care titlurile clasice, materializate în suport de hârtie, o fac. Spre deosebire de suporturile magnetice, titlurile clasice aveau o existență autonomă care permiteau posesia materială și un procedeu specific de circulație. „Decorporalizarea” valorizează informația, mai ales în cazul titlurilor „la purtător”. Cu privire la acestea din urmă, apreciem că este mai corect să le numim valori mobiliare sau instrumente financiare dematerializate „nenominative”, fără să existe riscul creării unei confuzii cu valorile fără valoare nominală. De altfel, termenul *nenominativ* mai este utilizat pe piața de capital ca echivalent pentru tradiționalul *la purtător*<sup>44</sup>.

În ceea ce privește negociabilitatea valorilor mobiliare, trebuie avut în vedere rolul specific al acestora de a mobiliza cât mai repede și cât mai eficient

---

<sup>41</sup> Contul de valori mobiliare dematerializate este ținut și administrat de către emitent sau o entitate special abilitată în acest sens.

<sup>42</sup> Y. Guyon, *Droit des affaires. Droit commercial general et Societes*, tome 1, 8e edition, Economica, Paris, 1994, p. 763.

<sup>43</sup> Gh. Piperea, *op. cit.*, p. 253.

<sup>44</sup> Spre exemplu, pe site-ul oficial al OTP Bank România (<http://www.otpbank.ro/ro/glosar.html?q1=c&q2=d>, consultat la 10.12.2007), certificatul de depozit este definit astfel: „hârtie de valoare emisă de o bancă și care atestă depunerea unei sume de bani la o rată a dobânzii fixă pe o anumită perioadă de timp. Acesta poate fi *nominativ* (deci netransmisibil) sau *nenominativ* (adică la purtător)”.

disponibilitățile financiare necesare pentru investiții și, în final, pentru dezvoltarea economică.

Trăsătura negociabilității nu depinde, teoretic, de forma titlurilor, materială sau dematerializată. Totuși, se poate afirma că aceasta este mai pregnantă în cazul titlurilor dematerializate deoarece sistemele electronice de tranzacționare utilizate de bursele de valori sunt concepute astăzi pe principiul înregistrărilor electronice.

Negociabilitatea se manifestă atât în cadrul pieței primare de capital cât și, chiar mai accentuat, în cadrul celei secundare. De altfel, chiar lichiditatea unei piețe de capital reglementate depinde în mod esențial de negociabilitatea valorilor mobiliare și de celeritatea tranzacțiilor.

Din această perspectivă semnificativ apare faptul că valorile mobiliare pot fi vândute la bursă chiar și în aceeași ședință de tranzacționare în care au fost cumpărate, deci înainte de finalizarea procesului de decontare și de transmiterea propriu-zisă și înregistrarea proprietății<sup>45</sup>. În acest context apare ca firească vânzarea lucrului altuia, expresie a celerității și negociabilității valorilor mobiliare.

De asemenea, specific sistemelor moderne de tranzacționare electronică este faptul că obligația de predare a valorilor mobiliare dematerializate care constituie obiect al contractului de vânzare-cumpărare încheiat pe o piață reglementată de capital nu revine nici vânzătorului și nici intermediarului, ci societății de registru. Această obligație este redusă practic la o suită de operațiuni electronice.

Dematerializarea valorilor mobiliare, complexitatea înregistrărilor care trebuie făcute în urma multiplelor tranzacții de pe piața de capital, ca și necesitatea efectuării riguroase și cu celeritate a înregistrărilor care atestă calitatea de proprietar și întinderea drepturilor dobândite sau constituirea altor drepturi reale sau personale ale terților asupra valorilor mobiliare, fac din organizarea și ținerea registrului de valori mobiliare o activitate care reclamă specializarea. În acest domeniu operează principiul specializării entității care poate presta această activitate fiind necesară autorizarea specială în acest sens<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> Dreptul de proprietate asupra acțiunilor emise în formă dematerializată și tranzacționate pe o piață reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare se transmite potrivit prevederilor legislației pieței de capital (art. 98 alin. 2 din LSC). Ca regulă generală, transmiterea dreptului de proprietate în cazul titlurilor nominative dematerializate se realizează prin modificarea contului titularului. Acest procedeu („transfer”) este aplicat de entitatea care are înregistrat contul titularului și constituie de fapt executarea unui ordin care este dat de precedentul titular. Transferul dreptului de proprietate este realizat odată cu înscrierea valorilor în contul cumpărătorului.

<sup>46</sup> Tranzacțiile pe piața de capital presupun desfășurarea unor activități specifice de către diferiți participanți care exercită anumite roluri și funcții complexe pentru care sunt expres autorizați. Se urmărește astfel ca mecanismul juridic sofisticat ce asigură circulația instrumentelor financiare

În ceea ce privește literalitatea titlurilor dematerializate (nominative), observăm că titularului<sup>47</sup> i se poate elibera, la cerere sau din oficiu, un certificat sau atestat (extras de cont). Acest act nu are o valoare juridică proprie (nu este titlu comercial de valoare) în sensul că nu face decât să reproducă mențiunile corespunzătoare din registrul electronic (din cont). Singura operațiune care este opozabilă societății și terților este declarația făcută în registrul emitentului sau înregistrarea în cont<sup>48</sup>.

În ceea ce privește conținutul titlurilor sau înregistrărilor<sup>49</sup>, trebuie avute în vedere reglementările specifice pieței de capital. Astfel, în considerarea prevederilor Legii nr. 297/2004 privind piața de capital, C.N.V.M. a emis Ordinul nr. 60/2005 pentru aprobarea Regulamentului nr. 13/2005 privind autorizarea și funcționarea depozitarului central, caselor de compensare și contrapărților centrale<sup>50</sup>.

Conform dispozițiilor cuprinse în Regulamentul CNVM nr. 13/2005 (art. 62-73), depozitarul central trebuie să întocmească și să păstreze evidențe privind datele de identificare ale fiecărui emitent de valori mobiliare pentru care efectuează operațiuni de depozitare și registru<sup>51</sup>. De asemenea, fiecare clasă de valori mobiliare puse în circulație generează o bază de date distinctă<sup>52</sup>.

---

dematerializate să funcționeze în condiții de rapiditate, simplitate și siguranță, conform cu natura și frecvența operațiunilor desfășurate. Pentru detalii privind specializarea participanților și autorizarea participărilor pe piețele reglementate de capital, a se vedea E. Florescu, *op. cit.*, pp. 190-192.

<sup>47</sup> Uneori valorile mobiliare nominative dematerializate tranzacționate pe o piață reglementată sunt înregistrate în numele societății intermediare (în custodie) și nu pe numele adevăraților proprietari (*beneficial owners*), atât din motive ce țin de ușurința transferurilor și reducerea costurilor, cât și pentru ca proprietari să nu poată fi întotdeauna identificați.

<sup>48</sup> Gh. Anghelache, *op. cit.*, p. 18.

<sup>49</sup> Conform art. 93 alin 2 din Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale titlurile acțiunilor trebuie să cuprindă următoarele mențiuni: a) denumirea și durata societății emitente; b) data actului constitutiv, numărul din registrul comerțului sub care este înmatriculată societatea, codul unic de înregistrare și numărul Monitorului Oficial al României, Partea a IV-a, în care s-a făcut publicarea; c) capitalul social, numărul acțiunilor și numărul lor de ordine, valoarea nominală a acțiunilor și vărsămintele efectuate; d) avantajele acordate fondatorilor. Acțiunile în formă materială trebuie să poarte și semnătura a 2 membri ai consiliului de administrație, respectiv ai directoratului, sau, după caz, semnătura administratorului unic, respectiv a directorului general unic. În cazul în care nu au fost emise sau eliberate acțiuni în formă materială, și certificatele de acționar trebuie să cuprindă aceste elemente și, în plus, numărul, categoria și valoarea nominală a acțiunilor, proprietate a acționarului, poziția la care acesta este înscris în registrul acționarilor și, după caz, numărul de ordine al acțiunilor.

<sup>50</sup> Publicat în M. Of. nr. 983 din 04.11.2005.

<sup>51</sup> Aceste evidențe trebuie să cuprindă cel puțin următoarele mențiuni: a) denumirea emitentului; b) codul unic de înregistrare (CUI) pentru emitenții persoane juridice române sau un cod unic similar pentru emitenții străini; c) număr de ordine în Registrul Comerțului; d) sediul social al emitentului, numărul de telefon, fax, adresa de *e-mail*, dacă este cazul; e) informații

Înregistrările referitoare la investitori, volumul valorilor mobiliare deținute de fiecare investitor și situația acestor valori mobiliare sunt realizate în principal de depozitarul central, pentru conturile individuale de valori mobiliare administrate de acesta în numele investitorilor. Fiecare cont are un număr de identificare unic, conform procedurilor depozitarului central. Înregistrările electronice pentru fiecare cont deschis la depozitarul central trebuie să conțină cel puțin următoarele informații:

a) pentru persoane fizice: 1. numele complet al proprietarului de valori mobiliare, telefonul, faxul, adresa de e-mail; 2. codul unic de înregistrare, codul numeric personal (CNP) pentru deținători români sau un cod unic similar pentru deținători străini); 3. seria și numărul actului de identitate; 4. domiciliul, reședința sau adresa unde primește corespondența, în cazul în care este diferită de cea a domiciliului; 5. dacă investitorul înregistrat nu are capacitate deplină de exercițiu, se va indica numele reprezentantului legal, datele de identificare din actul de identitate al acestuia, domiciliul, reședința, adresa unde primește corespondența, documentul legal în baza căruia este împuternicit ca reprezentant al investitorului.

b) pentru persoane juridice: 1. denumirea, codul unic de înregistrare (CUI pentru persoane juridice române sau cod unic similar pentru persoane juridice străine), număr de ordine în Registrul Comerțului, numărul contractului de custodie, sediul social, localitate, unitate administrativ-teritorială, țară, telefonul, faxul, adresa de *e-mail*; 2. numele reprezentantului legal

c) pentru deținătorii fără personalitate juridică: denumirea entității, datele de identificare și de contact ale reprezentantului legal al acesteia;

d) pentru valorile mobiliare care sunt deținute în indiviziune de doi sau mai mulți investitori, se va indica numele acestora, precum și numele aceluia dintre ei care este împuternicit să îi reprezinte;

e) garanțiile sau sarcinile asupra valorilor mobiliare, indicându-se data când acestea au fost înființate și obligațiile care decurg din acestea;

f) restricționarea conturilor de valori mobiliare ale investitorilor.

---

privind fondatorii emitentului, dacă este cazul; f) capitalul social, numărul valorilor mobiliare, valoarea nominală și clasa de valori mobiliare; g) numele, prenumele, funcția persoanei sau persoanelor autorizate să reprezinte emitentul, numele persoanei de contact, precum și speciamentele de semnătură; h) codul ISIN.

<sup>52</sup> Documentele privind evidența fiecărei clase de valori mobiliare trebuie să cuprindă cel puțin următoarele date: a) hotărârea organului statutar al emitentului cu privire la emiterea valorilor mobiliare; b) descrierea clasei valorii mobiliare și valoarea nominală; c) numărul de valori mobiliare emise; d) codul ISIN; e) informații cu privire la plata dividendelor, a dobânzilor sau a altor sume distribuite, în cazul în care acestea sunt distribuite prin depozitarul central, precizându-se data declarată, valoarea dividendului sau a sumei distribuite, suma reținută la sursă cu titlu de impozit, dacă este cazul, precum și data plății.

De asemenea, pentru fiecare cont de valori mobiliare, depozitarul central și/sau participanții vor înregistra următoarele informații: a) numărul unic de identificare al contului; b) numărul valorilor mobiliare deținute; c) garanțiile sau sarcinile asupra valorilor mobiliare; d) restricționările asupra contului de valori mobiliare; e) informații privind orice creștere sau descreștere a numărului de valori mobiliare înregistrate în cont (istoric operațiuni).

La cererea deținătorilor valorilor mobiliare sau a persoanelor mandatate de aceștia prin procură specială autenticată, depozitarul central este obligat să elibereze fie direct, fie indirect, prin intermediari, extrasul de cont care atestă proprietatea acestora, modificările aduse înregistrărilor în conturi și procentul deținut din totalul valorilor mobiliare de aceeași clasă emise de emitent. Extrasul de cont trebuie să cuprindă cel puțin următoarele informații: a) numărul contului investitorului; b) date de identificare a investitorului: nume/denumire, codul numeric personal (CNP) pentru deținători români sau cod unic similar pentru deținători străini, în cazul unei persoane fizice, codul unic de înregistrare (CUI) pentru persoane juridice române sau un cod unic similar pentru persoane juridice străine ori datele de identificare ale reprezentantului legal, în cazul unei entități fără personalitate juridică; c) data emiterii extrasului de cont; d) date de identificare a emitentului valorilor mobiliare aflate în proprietatea investitorului: denumirea, sediul social, simbolul de tranzacționare și codul ISIN; e) numărul și clasa de valori mobiliare înregistrate pe numele investitorului; f) informații cu privire la orice restricții sau sarcini impuse valorilor mobiliare sau transferului acestora; g) mențiunea expresă în cuprinsul extrasului din care să rezulte că extrasul de cont nu este o valoare mobilă sau instrument negociabil, ci dovada faptului că, la data indicată, persoana al cărei nume se află pe extrasul de cont este deținătorul valorilor mobiliare la care se face referire în extras; h) datele de identificare ale emitentului extrasului de cont, ștampila numele complet și semnătura persoanei care eliberează extrasul de cont.

#### 4. Concluzie

Evoluția pieței de capital românești, de la învățare, organizare, adaptare și până la dezvoltare în condiții de funcționalitate, lichiditate, transparentă și securitate a tranzacțiilor reclamă din ce în ce mai mult o abordare din perspectivă juridică a unor probleme care erau văzute ca ținând în mod esențial de domeniul științelor economice. Apariția, relativ recent, în special în țările cu economie dezvoltată, a unor discipline juridice cum ar fi *dreptul valorilor mobiliare*, *dreptul piețelor financiare*, *dreptul internațional* și *dreptul comparat al valorilor mobiliare* exprimă preocupările și eforturile juriștilor în domeniul piețelor de capital.

Tranzacțiile realizate pe piețele reglementate de capital au un rol foarte important în economia națională și au devenit semnificative prin număr și valoare. Obiect al acestor tranzacții sunt instrumentele financiare dematerializate. În consecință, regimul juridic al acestor instrumente nu poate fi indiferent, iar aserțiunile doctrinei juridice tradiționale privind trăsăturile titlurilor de credit care prezintă o formă materială nu pot fi preluate *mutatis mutandis*.

Efectele juridice ale fenomenului de dematerializare și specificul tranzacționării pe piața de capital trebuie articulate în baza noilor reglementări care dau măsura unui anumit tip de pragmatism economic.

Înregistrarea în cont a valorilor mobiliare a redus diferența care există între titlurile la purtător și titlurile nominative, iar această tendință de unificare a formelor se accentuează.