

Opinie legală

În privința exercitării drepturilor de vot aferente acțiunilor tranzacționate la Bursa de Valori București și a transferului dreptului de proprietate asupra acțiunilor înregistrate în sistemul Depozitarului Central S.A.

Beneficiarul opiniei. Electroargeș SA, cu sediul în Curtea de Argeș, str. Albești nr. 12, jud. Argeș, înregistrată în Registrul Comerțului sub nr. J3/758/1991, CUI 156027, societate ale cărei acțiuni sunt tranzacționate pe o piață reglementată – Piața BVB - a solicitat o interpretare a cadrului normativ prezent aplicabil tranzacțiilor bursiere și transferurilor directe.

Obiectul opiniei.

Secțiunea I. Beneficiarul solicită o analiză juridică privind persoanele îndreptățite să exercite dreptul de vot în cadrul adunărilor generale ale acționarilor. În particular, o societate (Bran OIL SA) care nu are calitatea de acționar al societății Electroargeș (respectiv nu este înscrisă în evidențele Depozitarului Central SA ca acționar al Electroargeș), invocă exercitarea dreptul de vot în adunările generale ale Electroargeș SA ca urmare a unei sentințe judecătorești care dispune restituirea către aceasta a unui număr de acțiuni (Sentința civilă nr. 132/02.04.2019 a Tribunalului Galați care obligă acționarul Investments Constantin SRL să restituie către Bran OIL acțiuni Electroargeș). Beneficiarul caută dezlegarea la următoarele întrebări:

- i. Deciziile în adunările generale ale societăților (pe acțiuni) sunt luate pe baza principiului majorității raportat la numărul de voturi legal exprimate. Care sunt acționarii îndreptățiți să voteze în adunarea generală și cum sunt identificați aceștia?
- ii. Există situații de excepție în care acționarii care nu au în proprietate acțiuni la data de referință a adunării generale, dar sunt îndreptățiți la exercitarea votului în acea adunare?
- iii. Emitentul (Electroargeș) va permite exercitarea votului doar de către acționarii înregistrați în evidențele Depozitarului Central SA la data de referință a adunărilor generale ale acestei societăți sau va permite și

exercitarea votului de către o societate (Bran OIL SA) care nu este înregistrată în aceste evidențe, dar invocă o hotărâre judecătorească?

Secțiunea II. Beneficiarul dorește dezlegarea modului de operare a transferului dreptului de proprietate asupra acțiunilor înregistrate în conturile Depozitarului Central SA. Cu titlu de excepție, transferul între conturile deschise de Depozitar se poate realiza și în lipsa executării unor tranzacții bursiere. Una dintre aceste situații se referă la existența unei hotărâri judecătorești. Trebuie delimitată sfera de incidență a acestei situații de excepție. În concret, acțiunile emitentului Electroargeș SA au făcut obiectul unor tranzacții încheiate la BVB prin intermediul unei firme de investiții (SSIF) autorizată, tranzacții anulate prin hotărâre judecătorească definitivă. Prin prezenta opinie, Beneficiarul caută dezlegarea la următoarele întrebări:

- i. Sfera tranzacțiilor directe, definite în prezent de art. 175 din Legea nr. 126/2018 și enumerate de art. 70 din Regulamentul ASF nr. 10/2017 este limitativă sau, pe cale administrativă sau judiciară, pot fi introduse noi cazuri de tranzacții directe?
- ii. Hotărârea judecătorească este un temei general și nelimitat pentru efectuarea de tranzacții directe în sistemul de conturi ținut de Depozitarul Central SA sau trebuie înțeleasă ca o dezlegare judiciară dată în cazurile admise explicit pentru tranzacțiile directe?
- iii. În concret, Sentința nr. 132/02.04.2019 a Tribunalului Galați, definitivă prin respingerea apelului prin Decizia civilă nr. 75/18.03.2020 a Curții de Apel Constanța, prin care s-a dispus anularea tranzacțiilor având ca obiect 16.000.000 acțiuni emise de Electroargeș SA poate fi un temei legal pentru transferul (direct) acțiunilor în sistemul Depozitarului Central SA?

SECȚIUNEA I

A. Cadrul normativ.

1. Calitatea de acționar și exercitarea drepturilor de vot în adunările generale ale emitenților tranzacționați pe piața reglementată BVB cunoaște un cadru legislativ de drept societar peste care este suprapus nivelul special al legislației pieței de capital armonizat cu reglementările de drept material european.

2. Cadrul intern societar este reprezentat de *Legea nr. 31/1990 privind societățile* la care se adaugă legile pieței de capital, *Legea nr. 24/2017* privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață și *Legea nr. 126/2018*.

Legislația internă secundară în vigoare, emisă de ASF, este reprezentată de *Regulamentul ASF nr. 5/2018* privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață și *Regulamentul nr. 10/2017* privind depozitarii centrali emis în aplicarea Regulamentului (UE) nr. 909/2014 privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare [care a înlocuit, odată cu autorizarea Depozitarului Central SA, *Regulamentul CNVM nr 13/2005*, privind autorizarea și funcționarea depozitarului central, caselor de compensare și contrapărților centrale privind serviciile de investiții financiare].

3. Izvoarele normative de nivel european relevante privesc pe de o parte dreptul societar, iar pe de altă parte nivelul special al pieței de capital. Din perspectiva dreptului societar sunt relevante *Directiva 2007/36/CE* privind exercitarea anumitor drepturi ale acționarilor în cadrul societăților comerciale cotate la bursă și izvorul consolidat de drept societar, *Directiva (UE) 2017/1132* privind anumite aspecte ale dreptului societăților comerciale.

La nivel european a fost elaborată legislația aplicabilă pieței de capital reprezentată în principal de *Directiva nr. 2014/65/UE* privind piețele instrumentelor financiare [Directiva MiFID II], *Regulamentul (UE) nr. 648/2012* privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții [Regulamentul EMIR] și *Regulamentul (UE) nr. 909/2014* privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare.

B. Dobândirea calității de acționar. Transferul dreptului de proprietate asupra acțiunilor.

4. *Transmiterea dreptului de proprietate asupra acțiunilor în viziunea Legii societăților.* Caracterul de titlu negociabil al acțiunilor este un element esențial în configurarea regimului legal al acestui tip de valoare mobilă. Transmiterea titlului este explicitată prin reglementarea societară [art. 98 din Legea nr. 31/1990], prin care formalismul înregistrării în registrul acționarilor prevalează în fața acordului de voință al părților, situându-se la distanță de principiul civil al consensualismului. Regimul societar comun poate fi particularizat la nivel statutar¹, prin actele constitutive care pot detalia sau remodela regimul legal fără a înlătura caracterului transmisibil al acțiunilor.

În concret, regimul societar al circulației acțiunilor [constând în prevederile art. 98 din Legea societăților] instituie regula transmiterii proprietății asupra acțiunilor nominative emise în formă dematerializată prin declarație în registrul acționarilor, semnată de părțile contractante. Astfel, acordul de voințe al părților, sau orice alte acte sau fapte juridice, fără formalitatea de înscriere a declarației semnate atât de cedent, cât și de cesionar în registrul acționarilor nu produce niciun efect juridic².

Momentul înscrierii în registrul acționarilor marchează schimbarea titularului acțiunii cu consecința transmiterii tuturor drepturilor ce decurg din această calitate.

În concluzie, regula de drept societar este aceea că până la înscrierea sa în registrul acționarilor, nicio persoană, inclusiv un cesionar contractual, *nu este considerată proprietar al acțiunii și nu poate exercita drepturile aferente deținerii acțiunii.*

5. *Particularitățile transferului proprietății asupra acțiunilor în legislația pieței de capital.* Legislația pieței de capital, aplicabilă societăților tranzacționate pe o piață reglementată, prin prisma calității de normă specială³ definește regimul acțiunilor admise la tranzacționare. Acestea vor fi, odată cu admiterea la cota pieței, immobilizate, dematerializate și, în mod obligatoriu, înregistrate în sistemul de conturi al depozitarului central în baza contractului încheiat cu emitentul acțiunilor [art. 35 din Regulamentul ASF 10/2017]. Această „imobilizare” în conturi presupune adoptarea unui nou mecanism de transfer al dreptului de proprietate al acțiunilor. Prevederile speciale [art. 175 din Legea 126/2018 și art. 68 din Regulamentul ASF 10/2017] stabilesc regula transferului de proprietate la data decontării, prin sistemul compensării-decontării, în conturile administrate de Depozitarul Central SA. Transferul operat ca urmare a încheierii unui

¹ Art. 98 alin. 1 teza finală din Legea societăților.

² Doctrina anterioară (I.L. Georgescu, Drept comercial român, vol. II, Ed. All Beck, p. 489) a încercat să califice natura condiției înregistrării în registrul acționarilor plecând de la teoria generală a transmiterii drepturilor în momentul acordului de voință. Astfel, mergând pe această linie, dreptul fiind deja transmis, rolul înscrierii în registrul acționarului constituie o condiție de opozabilitate. Însă, reglementarea din dreptul pozitiv prezintă instituie cu claritate caracterul de condiție de eficacitate menționii în registrul acționarilor. Astfel, pentru operațiunile având ca obiect acțiuni, efectul translativ de drepturi este amânat până la momentul înscrierii.

³ Art. 98 alin. (2) din Legea societăților.

contract bursier, mai precis prin ordinele de tranzacționare executate prin intermediari în piața de tranzacționare, reprezintă regula în privința transmiterii dreptului de proprietate⁴.

6. Operațiunile de transfer al dreptului de proprietate, în conformitate cu legislația pieței de capital, se produc prin modificările efectuate în conturile electronice ținute de depozitar, cu rol de registru al acționarilor pentru toate societățile listate. La data decontării operațiunea își epuizează efectele în conturile aflate în administrarea depozitarului, individualizându-i pe titularii prezenți ai acțiunilor.

În acest sens, art. 68 alin. 2 din Regulamentul ASF 10/2017 prevede: *“Înregistrarea transferului de proprietate se realizează prin debitarea/creditarea conturilor de instrumente financiare.”* În esență, legislația specială nu derogă de la regula realizării transferului dreptului de proprietate în momentul înregistrării în registrul acționarilor, ci particularizează acest mecanism prin prisma instituirii unui monopol în privința funcției de registru al societăților de tip depozitar⁵. În ceea ce privește societățile listate pe piața reglementată BVB funcțiile de registru, de depozitar și funcția de compensare-decontare sunt îndeplinite în mod exclusiv de Depozitarul Central S.A, societate autorizată de ASF. În timp ce pentru societățile pe acțiuni supuse dreptului societar comun există obligativitatea întocmirii și ținerii registrului de evidență al acționarilor de către societatea însăși prin administratori sau de o societate de registru independent, pentru societățile listate această atribuție este transferată în exclusivitate Depozitarului Central S.A. Diferențierea constă practic în persoana căreia îi revine obligația de a administra registrul acționarilor și de a înregistra transferurile acțiunilor.

C. Exercițiul drepturilor decurgând din deținerea acțiunilor.

7. Transmiterea dreptului de proprietate asupra acțiunilor conferă titularului exercițiul drepturilor aferente acțiunilor. Acestea încorporează atât drepturi patrimoniale, cât și nepatrimoniale. Dreptul de a participa și de a vota în cadrul adunărilor

⁴ Prin derogare de la regulă, art. 70 din Regulamentul ASF nr. 10/2017 enumeră excepțiile de la transferurile efectuate în piață, regăsite sub cupola sintagmei de “transfer direct”.

⁵ Regulamentul (UE) nr. 909/2014, Anexa, Secțiunea A. Serviciile prestate de depozitar se referă la înregistrarea inițială a titlurilor de valoare într-un sistem de înscriere în cont („serviciu notarial”); deschiderea și administrarea conturilor de titluri de valoare la nivelul cel mai înalt („serviciu de administrare centralizată”); și gestionarea unui sistem de decontare a titlurilor de valoare („serviciu de decontare”)

generale reprezintă drepturi nepatrimoniale definitorii pentru calitatea de acționar. Prin intermediul exercitării acestora titularii participă la formarea voinței societare.

Acțiunile conferă titularului legal calitatea de acționar al societății, cu drept de participare la luarea deciziilor ce influențează activitatea acesteia. Finalitatea calității de acționar este realizată prin recunoașterea dreptului de participare la viața societară și în special la adunarea generală. Este evident că negarea dreptului de participare la adunare conduce la negarea și a dreptului de vot. Societatea emitentă trebuie să poată identifica acționarii săi. Legislația europeană⁶ introduce dreptul emitenților de a identifica acționarii. În dreptul intern prevederea se regăsește în art. 91³ din Legea 24/2017, fiind valabilă și pentru societatea de tip depozitar care îndeplinește funcția de registru. Entitatea responsabilă pentru identificarea și informarea acționarilor diferă în funcție de tipul de cont deschis în sistemul depozitarului: pentru conturile administrate de intermediari (conturi globale), acestora le revin obligațiile, altfel se vor aplica dispozițiile depozitarului central. Identificarea acționarilor este realizată în folosul emitentului care subsecvent acesteia poate asigura nivelul legal de informare a acționarilor în scopul exprimării în cunoștință de cauză a voturilor în adunările generale.

8. *Data de referință.* Dreptul de participare la adunarea generală și, în consecință, dreptul de vot se analizează prin raportare la o dată antefixată [conform dispozițiilor art. 123 din Legea societăților], respectându-se deopotrivă și condiționările specifice pieței de capital [art. 92 (8) din Legea 24/2017]. Normele instituie un reper temporal față de care se identifică acționarii având drept de participare și de vot într-o adunare particulară. Acest reper este reprezentat de data de referință stabilită prin convocator. Așadar, data de referință este momentul la care se interoghează registrul acționarilor pentru a se extrage lista acționarilor și numărul de titluri (voturi) deținute.

Prevederile din legislația pieței de capital [art. 92 alin (8) din Legea 24/2017 și art. 187, 192 și 194 din Regulamentul ASF 5/2018] reiau conceptul de dată de referință. Astfel, printre informațiile obligatorii din convocator se numără data de referință „*precum și menționarea faptului că doar persoanele care sunt acționari la această dată au dreptul de a participa și de a vota în cadrul adunării generale*”. Calitatea de acționar îndreptățit să participe la o anumită adunare generală „*se constată în baza listei acționarilor de la data de referință[...] primită de emitent de la depozitarul central*”. În acest sens, depozitarul va furniza informații și liste din care rezultă calitatea de acționar și numărul de acțiuni deținute.

⁶ Directiva 2007/36/CE, modificată prin Directiva (UE) 2017/828. Sistemul conturilor globale deschise la depozitar mută posibilitatea identificării de la depozitar la intermediari, devenind incidentă „*formularea unei cereri în acest sens către intermediari*”.

Per a contrario, persoanele care nu sunt înregistrate, la data de referință, în registrul acționarilor emitentului [ținut de Depozitarul Central pentru piața reglementată BVB] și nu sunt cuprinse în lista acționarilor furnizată de depozitar *nu sunt îndreptățite să participe și să voteze în adunarea generală*.

În consecință, emitentul listat pe piața reglementată BVB (Electroargeș S.A.) este obligat să permită votul acționarilor înscrși în evidențele Depozitarului Central, doar un transfer în aceste evidențe, potrivit legislației speciale, permițând ca respectiva persoană să poată să fie considerată ca fiind acționar al emitentului și să i se recunoască acesteia dreptul de vot (însă cu condiția ca acest transfer să survină până la data de referință).

Emitentul Electroargeș S.A. nu are niciun temei legal pentru a se raporta, în legătură cu dreptul de vot, la alte documente și înscrieri decât evidențele Depozitarului Central. În concordanță cu reglementările speciale aplicabile emitenților listați pe piața reglementată BVB, Depozitarul Central este cel care identifică proprietarul acțiunilor și are întreaga răspundere pentru evidențele furnizate⁷.

Dacă în legătură cu Sentința civilă nr. 132/02.04.2019 a Tribunalului Galați nu s-a efectuat un transfer de acțiuni în evidențele Depozitarului Central, atunci Bran OIL S.A. nu a dobândit dreptul de proprietate asupra acestora și nu se poate considera că este acționar al Electroargeș SA, astfel încât să îi fie permis votul în cadrul adunărilor generale. În lipsa existenței unui transfer de acțiuni în evidențele Depozitarului Central, care să fie efectuat până la data de referință a adunării generale, nicio persoană [alta decât cele înscrise în evidențele depozitarului] nu dobândește un drept de proprietate asupra acțiunilor Electroargeș și nu poate vota în respectiva adunare.

Sentința civilă nr. 132/02.04.2019 a Tribunalului Galați nu este o hotărâre judecătorească translativă de proprietate asupra acțiunilor prin ea însăși (în sensul art. 557 alin. 1 Cod Civil⁸), transferul dreptului de proprietate și implicit exercitarea dreptului de vot depinzând, în toate cazurile, de efectuarea formalităților prevăzute de lege în evidențele Depozitarului Central SA.

Societatea Electroargeș S.A. a prezentat documente⁹ din care rezultă că atât Depozitarul Central cât și ASF au arătat că nu este posibil un transfer direct de acțiuni în baza hotărârii judecătorești. Emitentul Electroargeș S.A. nu poate permite exercitarea votului de către o

⁷ Art. 52 alin. 3 din Regulamentul ASF nr.10/2017: "(3) Depozitarul central poartă răspunderea identificării proprietarului tuturor instrumentelor financiare, altele decât cele derivate, depozitate în sistemul administrat de acesta....".

⁸ Art. 557 alin.1 Cod Civil: „Dreptul de proprietate se poate dobândi, în condițiile legii, prin convenție, testament, moștenire legală, accesiune, uzucapiune, ca efect al posesiei de bună-credință în cazul bunurilor mobile și al fructelor, prin ocupațiune, tradițiune, precum și prin hotărâre judecătorească, atunci când ea este translativă de proprietate prin ea însăși.”

⁹ Adresa Depozitarului Central nr. 17340/24.05.2019, Adresa Depozitarului Central nr. 26457/2019, Contestatație executare ASF;

persoană care, în conformitate cu poziția Depozitarului Central și A.S.F., nu a dobândit dreptul de proprietate asupra acțiunilor Electroargeș.

D. Concluzii

9. Reglementările de drept societar și de piață de capital sunt neechivoce în declararea singurei modalități de dobândire și de probare a dreptului de proprietate asupra acțiunilor dematerializate: înscrierea în registrul acționarilor al societății emitente sau al societății care îndeplinește funcția de registru. Pe piața reglementată BVB funcția de registru este realizată de Depozitarul Central S.A. pentru toate societățile listate pe această piață. În acest caz calitatea de acționar și numărul de acțiuni deținute în conturile electronice¹⁰ se probează cu extrasul de cont eliberat de depozitar.

10. Momentul cel mai important care necesită identificarea acționarilor este cel al adunărilor generale când persoanele care au această calitate sunt îndreptățite la exercitarea drepturilor de vot atașate acțiunilor deținute (și, în condițiile reglementărilor specifice, pot beneficia de efectele acestor hotărâri). Societățile pe acțiuni identifică prin convocatorul adunării *data de referință*, dată raportat la care este verificată calitatea de acționar îndreptățit la exercitarea votului în adunarea generală. Depozitarul Central S.A. furnizează emitenților (pentru care efectuează operațiunile de înregistrare prin înscriere în cont și serviciile legate de registrele de acționari) informațiile necesare [art. 177 alin. 3, Legea nr. 126/1018], *respectiv listele de acționari la data de referință*, pentru exercitarea drepturilor aferente instrumentelor financiare depozitate (în speță acțiunile).

11. Acționarii îndreptățiți să voteze într-o adunare generală sunt identificați prin listele de acționari furnizate de Depozitarul Central S.A. cu referire la o dată de referință indicată de emitent prin convocatorul adunării. **Doar persoanele care sunt acționari la această dată au dreptul de a participa și de a vota în cadrul adunării generale** [art. 187 alin. 7, Regulamentul ASF nr. 5/2018].

12. Nu există nicio situație de excepție în care acționarii care nu se regăsesc în listele de acționari furnizate de Depozitarul Central S.A. pentru o dată de referință indicată ar fi îndreptățiți la exercitarea votului în acea adunare. Modul de exercitare a votului este o condiție esențială a legalității hotărârilor adoptate în adunarea generală. Exercitarea

¹⁰ Situația conturilor globale (Regulamentul CNVM 5/2010 art. 6) mută evidența conturilor individuale din sarcina depozitarului în sarcina intermediarului ales: La utilizarea sistemului de conturi globale, intermediarii au obligația de a utiliza în sistemele de back-office o aplicație software care să evidențieze zilnic în subconturile individuale ale clienților atât identitatea fiecărui client, cât și deținerile acestuia.

votului de persoane care nu se regăsesc pe listele de acționari, care nu sunt înregistrate în sistemul Depozitarului Central, poate atrage nulitatea hotărârilor adoptate.

13. Emitentul (Electroargeș S.A.), prin persoanele desemnate pentru conducerea adunării generale a acționarilor [președintele consiliului de administrație și secretarii aleși], nu poate permite exercitarea votului în adunare de persoane care nu se regăsesc în listele de acționari furnizate de Depozitarul Central S.A. pentru data de referință a adunărilor generale. În particular, exercitarea votului de către o societate [Bran OIL S.A.] în situația în care aceasta nu se regăsește pe listele de acționari furnizate de Depozitarul Central nu are niciun temei legal.

SECȚIUNEA II

A. Cadrul normativ.

1. Transferul dreptului de proprietate asupra acțiunilor tranzacționate pe piața reglementată BVB, înregistrate în sistemul de registru al Depozitarului Central, cunoaște un cadru legislativ intern aliniat cu reglementările secundare de drept material european.

2. Cadrul intern este reprezentat de *Legea nr. 24/2017* privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață și *Legea nr. 126/2018* privind piețele de instrumente financiare, legile în vigoare ale pieței de capital și *Legea nr. 253/2004* privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și în sistemele de decontare a operațiunilor cu instrumente financiare.

Legislația internă secundară în vigoare, emisă de ASF, este reprezentată de *Regulamentul nr. 10/2017* privind depozitarii centrali emis în aplicarea Regulamentului (UE) nr. 909/2014 privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare [care a înlocuit, odată cu autorizarea Depozitarului Central SA¹¹, *Regulamentul CNVM nr 13/2005*, privind autorizarea și funcționarea depozitarului central, caselor de compensare și contrapărților centrale privind serviciile de investiții financiare].

3. La nivel european a fost elaborată legislația aplicabilă pieței de capital fie în mod direct, pe calea regulamentelor de drept european, fie pe calea implementării naționale a directivelor de drept european. Prezintă relevanță *Directiva nr. 2014/65/UE* privind piețele instrumentelor financiare [Directiva MiFID II], *Directiva nr. 98/26/CE* privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a titlurilor de valoare și *Regulamentul (UE) nr. 909/2014* privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare.

B. Transferul dreptului de proprietate și garanții instituite privind securitatea tranzacțiilor.

4. *Principiile de reglementare a domeniului piețelor de tranzacționare.* Domeniul pieței de capital este un domeniu special care garantează finalitatea tranzacționării, transferul instrumentelor financiare din contul vânzătorului în contul cumpărătorului

¹¹ Autorizația ASF nr. 176/19.12.2019.

după încasarea prețului de către vânzător (principiul livrare contra plată, *DvP*¹²). La această finalitate contribuie profesioniștii definiți de legislația pieței de capital: intermediari (*SSIF* – societăți de servicii de investiții financiare sau instituții de credit), operatori de piață, contrapărți centrale (CPC) și Depozitari Centrali (*CSD* – *Central Securities Depository*). Finalitatea tranzacționării, a transferului dreptului de proprietate, ar fi insuficientă dacă ar fi reversibilă, dacă ar fi supusă efectelor nulității, de exemplu, din dreptul comun. Restituirea instrumentelor financiare, repunerea în situația anterioară, este înlăturată de la aplicare prin declararea *caracterul definitiv al finalității* tranzacționării, transferul instrumentelor financiare. Sancțiunile de drept comun care tind să desființeze o realitate juridică (rezoluțiunea, nulitatea, etc.) sunt înlăturate pe cale normativă din domeniul bursier.

5. *Mecanismul de compensare în executarea contractului burier*. Normele privind contrapartea centrală (CPC) și mecanismul de compensare evidențiază modelul bursier¹³ de tranzacționare cu compensare: imediat ce a existat un acord de voință în mediul electronic al pieței reglementate vor lua naștere două raporturi juridice distincte care au ca subiecte autorii celor două ordine de tranzacționare împerecheate și o persoană juridică specializată a pieței de capital care are rol de contraparte centrală¹⁴. Mecanismul de compensare¹⁵ presupune calcularea unei „poziții nete” zilnice față de același participant prin însumarea algebrică a sumelor de plătit sau de încasat din fiecare tranzacție încheiată în aceeași zi de un SSIF pentru clienții săi.

6. *Modelul de tranzacționare folosit pe piața reglementată BVB*. Tranzacțiile bursiere încheiate pe piața reglementată BVB sunt definite complet de codurile pieței particulare, respectiv codul operatorului de piață reglementată (Codul BVB operator de piață) și ale depozitarului central (Codul Depozitarului Central SA) care prestează servicii de registru,

12 Delivery versus payment, eng.

13 Legea nr. 126/2018 stabilește vocația Contrapărții Centrale de a gestiona un sistem de compensare, art. 187 alin. 4): O entitate poate fi autorizată să acționeze ca o contraparte centrală, atât pentru instrumentele financiare derivate, cât și pentru instrumentele financiare, altele decât cele derivate.

14 Regulamentul UE 648/2012 art. 2 pct. 1, Legea nr. 126/2018, alin. 1. : Contrapartea centrală este o persoană juridică [...] care se interpune între contrapărțile la contractele tranzacționate pe una sau mai multe piețe financiare, devenind astfel cumpărător pentru fiecare vânzător și vânzător pentru fiecare cumpărător.

Conform art. 2 al 1 pct. 3 Legea nr. 253/2004, contrapartea centrală este o entitate care se interpune, din punct de vedere juridic, între instituțiile participante la un sistem și care acționează în calitate de cocontractant exclusiv al fiecărei instituții și preia obligațiile acestor instituții în legătură cu ordinele lor de transfer.

15 Regulamentul UE 648/2012 art. 2 alin. 3. Legea nr. 253/2004, art. 2 alin. 1 pct. 11 definește compensarea ca fiind înlocuirea creanțelor și obligațiilor rezultând din ordine de transfer din cadrul sistemului, pe care unul sau mai mulți participanți le emit în favoarea altui participant sau a altor participanți ori pe care le primesc de la aceștia, cu o creanță sau o obligație netă unică, astfel încât această creanță netă unică să poată fi pretinsă, respectiv această obligație netă unică să fie datorată.

administrare conturi și administrare de sistem de compensare-decontare pentru piața particulară¹⁶, sub supravegherea ASF¹⁷.

Codurile indicate relevă *modelul de tranzacționare* urmat în privința tranzacțiilor cu acțiuni încheiate pe piața BVB: raportul juridic dintre părți (prin intermediari) care-și are izvorul în ordinele de vânzare și cumpărare este stins prin incidența sistemului de compensare-decontare pe bază netă administrat de Depozitarul Central SA.

Raportul juridic original este înlocuit cu raporturile juridice dintre acest depozitar, în calitate de contraparte centrală, și fiecare parte. Subsecvent acestor raporturi juridice noi sunt emise *ordinele de transfer*, respectiv instrucțiunea de plată a prețului către vânzător și, în final, transferul acțiunilor către cumpărător (prin debitarea contului de acțiuni al vânzătorului și creditarea contului de acțiuni al cumpărătorului, ambele deschise în sistemul electronic al Depozitarului Central).

7. *Caracterul definitiv al operațiunii de compensare.* Reglementările pieței de capital se asigură de faptul că “reînvierea” raportului juridic dintre părți (prin intermediarii lor - SSIF), după ce acesta a fost stins ca efect al compensării prin intermediul unui participant central (Depozitarul Central), este exclusă cu fermitate.

Compensarea în sine privește un număr mare de tranzacții de vânzare sau cumpărare realizate de un participant (SSIF), pentru toți clienții săi în cursul unei sesiuni (zile) de tranzacționare. În baza calculului algebric al acestor drepturi și obligații financiare aferente tuturor tranzacțiilor zilnice este obținută o rezultată netă de plată sau de încasat față de Depozitarul Central. Repunerea în situația anterioară ar afecta toate tranzacțiile zilnice, nu doar pe cele eventual vizate, fiind un proces de neimaginat în condițiile pieței de capital.

Soluția din reglementarea europeană (Directiva 98/26/CE art. 3 alin. 1 și 2) care interzice în toate situațiile anularea compensării este în concordanță cu această realitate a piețelor de tranzacționare. Nicio situație nu poate atrage anularea compensării (cu excepția deschiderii anterioare a procedurii insolvenței împotriva unui participant)¹⁸. Nicio

¹⁶ Codul Depozitarului Central, Titlul IV Cap. 1 art. 126: *Compensarea multilaterală a obligațiilor reciproce rezultate în urma tranzacțiilor înregistrate la Depozitarul Central, precum și stingerea celor rezultate din compensare au loc în baza contractului încheiat între Depozitarul Central și participanți (SSIF); compensarea și decontarea tranzacțiilor înregistrate la Depozitarul Central se realizează conform reglementărilor BNR, CNVM/ASF și ale Depozitarului Central.*

¹⁷ Codul BVB - operator de piață reglementată, este aprobat ultima oară prin Decizia ASF 279/01.03.2021 de aprobare a modificărilor și completărilor la Codul BVB – operator de piață. Citat după: *Cod BVB -OPR_in vigoare 11032021_final_site.pdf*.

Codul Depozitarului Central S.A, în ultima formă, este aprobat prin Decizia A.S.F. nr. 179/08.02.202. Citat după: *Download (roclear.ro)*.

¹⁸ Directiva nr. 98/26/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 19 mai 1998 privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a titlurilor de valoare, Jurnalul Oficial al UE nr. L 166, 11.6.1998, p. 45, cu modificările ulterioare, art. 3 alin. 2: *Niciun act cu putere de lege, normă administrativă, dispoziție sau uzanță privind anularea contractelor și a tranzacțiilor încheiate înaintea*

situație nu poate avea ca rezultat anularea tranzacțiilor care au intrat în operațiunea de compensare. Dreptul intern reproduce interdicția de drept european¹⁹.

8. *Caracterul definitiv al ordinelor de transfer.* În terminologia europeană ordinul de transfer înseamnă atât instrucțiunea dată de un participant care are ca efect asumarea sau executarea unei obligații de plată, cât și instrucțiunea dată de un participant de a se transfera titlul de proprietate asupra unui titlu de valoare²⁰. Aceste instrucțiuni epuizează efectele unei tranzacții, asigurând plata prețului și transferul acțiunilor (principiul livrare contra plată).

Regulile europene stabilesc încă o dată caracterul ireversibil al tranzacțiilor ale căror efecte au fost total epuizate. Caracterul definitiv al operațiunilor de compensare este dublat de caracterului definitiv al decontării. Prin Regulamentul UE nr. 909/2014 un depozitar central (CSD) se asigură că sistemul de decontare a titlurilor pe care îl gestionează definește momentele pentru introducerea și *irevocabilitatea ordinelor de transfer în respectivul sistem de decontare* a titlurilor de valoare²¹, în conformitate cu articolele 3 și 5 din Directiva 98/26/CE. Dreptul intern preia în mod așteptat interdicția de drept european.

9. *Regula în privința transferului dreptului de proprietate.* Transferul dreptului de proprietate privind acțiunile are loc la data decontării, în cadrul sistemului de decontare [Legea nr. 126/2018, art. 175]. Decontarea se realizează pe baza mecanismului livrare contra plată. Aceasta este regula de drept european aplicată uniform în toate jurisdicțiile Uniunii [Regulamentul UE nr. 909/2014 art. 2 pct. 27].

Legislația secundară fixează această regulă în materia sa prin referire la tranzacția bursieră ca temei al transferului dreptului de proprietate.²²

momentului de declanșare a procedurii de faliment, astfel cum este definită la articolul 6 alineatul (1), nu poate conduce la anularea compensării.

¹⁹ Legea nr. 253 din 16 iunie 2004, privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și în sistemele de decontare a operațiunilor cu instrumente financiare, art. 3 alin. 3: *Nicio normă juridică, regulă, dispoziție sau practică vizând anularea unor contracte și tranzacții încheiate înaintea momentului deschiderii procedurii de insolvență, ..., nu poate conduce la anularea unei compensări.*

În prezent sunt aplicabile dispozițiile Legii nr. 253/2004 iar în legislația pieței de capital dispozițiile Regulamentului ASF nr. 10/2017, art. 66 alin. 4: *Ordinele de transfer și compensarea sunt valabile, își produc efectele juridice și sunt opozabile terților chiar și în cazul deschiderii procedurii de insolvență asupra unui participant (în sistemul în cauză sau într-un sistem interoperabil), cu condiția ca respectivele ordine de transfer să fi fost introduse în sistem înaintea momentului deschiderii procedurii de insolvență.*

²⁰ Directiva nr. 98/26/CE, art. 2 lit. i). *Ordin de transfer înseamnă orice instrucțiune, dată de un participant, de plasare a unei sume de bani la dispoziția unui destinatar [...] sau o instrucțiune dată de un participant de a se transfera titlul de proprietate asupra unui titlu de valoare [...].*

²¹ Regulamentul (UE) nr. 909/2014, art. 39 alin. 2, 3.

²² Regulamentului ASF nr. 10/2017, art. 68.

Codul Depozitarului Central prevede faptul că decontarea tranzacțiilor cu instrumente financiare se realizează pe baza principiului livrare contra plată (DvP) *potrivit căruia livrarea instrumentelor financiare se realizează dacă și numai dacă are loc plata fondurilor bănești corespunzătoare* [Titlul IV ar. 117 Codul Depozitarului Central SA]. Livrarea indicată de cod se referă la transferul dreptului de proprietate asupra acțiunilor din sistemul Depozitarului Central, transfer consolidat și în actele statutare ale codului prin declararea ordinelor de transfer ca irevocabile de la momentul la care *tranzacția este validată tehnic și funcțional în sistemul Depozitarului Central*, în cazul tranzacțiilor încheiate în locuri de tranzacționare (*matched trades*). Mai mult, decontarea este finală și irevocabilă *după decontarea fondurilor bănești și transferul în sistemul Depozitarului Central a instrumentelor financiare din contul vânzător în contul cumpărător*. [Titlul IV ar. 146-148, Codul Depozitarului Central SA].

Acest mod de evidență a valorilor mobiliare și de transfer al dreptului de proprietate în urma tranzacțiilor realizate în locuri de tranzacționare are o fixare normativă foarte clară. Dreptul de proprietate, înregistrările din conturile Depozitarului Central, se bucură de protecția solidă oferită de caracterul final, irevocabil al transferurilor, al operațiunii de decontare. O astfel de protecție ar fi iluzorie dacă ea ar putea fi înlăturată *oricând* pe cale judiciară.

C. Tranzacțiile directe ca excepții de la regula transferul dreptului de proprietate al acțiunilor din sistemul Depozitarului Central.

10. Ca efect al caracterului definitiv al decontării, Depozitarul Central nu are niciun temei pentru a modifica conturile de valori mobiliare în lipsa unei noi tranzacții încheiate într-un loc de tranzacționare. Transferul de acțiuni din conturile de valori mobiliare deschise la Depozitarul Central este strict reglementat de normele pieței de capital și de codificările proprii (Codul Depozitarului Central). Toate tranzacțiile cu valori mobiliare între participanții (SSIF în cont propriu sau în contul clienților) la un sistem de decontare a titlurilor de valoare gestionat de un depozitar (CSD) și efectiv decontate în sistemul de decontare a titlurilor de valoare respective se supun mecanismului livrare contra plată (DvP)²³.

Excepțiile – numite tranzacții directe – sunt de strictă interpretare²⁴. Punerea în executare a unei hotărâri judecătorești definitive²⁵ în această materie nu poate fi interpretată decât în sensul încadrării acesteia în cazurile limitate de tranzacții directe (de exemplu ieșirea din indiviziune pe cale judiciară) fiindcă altă interpretare ar

²³ Regulamentul (UE) nr. 909/2014, art. 39 alin. 7. În dreptul intern, în același sens, Legea nr. 126/2018, art. 175 și Regulamentul ASF nr. 10/2017 art. 68.

²⁴ În prezent sunt reglementate de Regulamentul ASF nr. 10/2017, art. 70.

²⁵ Regulamentul ASF nr. 10/2017, art. 70, alin. 1 lit. g.

contraveni sensului de netăgăduit al normelor europene și interne privind caracterul definitiv al decontării.

11. *Interpretarea normelor privind tranzacțiile directe*²⁶. Art. 70 (1) din Regulamentul ASF nr. 10/2017 introduce excepțiile de la transferul acțiunilor ca efect al tranzacționării (contra plată):

Prin excepție de la prevederile art. 68 alin. (1) depozitarul central poate opera transferuri directe de proprietate asupra instrumentelor financiare ca efect al:

- a) succesiunii;*
- b) ieșirii din indiviziune;*
- c) cesionării de către emitent a acțiunilor proprii către personal;*
- d) dobândirii de către emitent a propriilor acțiuni, în urma retragerii din societate a acționarilor care nu sunt de acord cu hotărârile luate în adunarea generală, în conformitate cu prevederile legale în vigoare;*
- e) fuziunii, divizării sau lichidării;*
- f) constituirii/majorării capitalului social al societăților comerciale, altele decât cele ale căror instrumente financiare sunt tranzacționate pe piața de capital și decât societățile de servicii de investiții financiare și societățile de administrare a investițiilor, prin aport în natură reprezentând acțiuni emise de societăți admise la tranzacționare;*
- g) punerii în executare a unei hotărâri judecătorești definitive;*

....

Interpretarea este procesul intelectual de determinare a sensului normei juridice în vederea aplicării ei la un caz particular, prin folosirea metodelor specifice interpretării juridice. Necesitatea acesteia constă în înlăturarea caracterului echivoc al reglementării prin surprinderea fără putință de tăgadă a voinței legiuitorului, voință ce transpare din întreaga operă legislativă cu același obiect. Aplicarea dreptului ar putea deveni discreționară fără o delimitare corectă a situațiilor juridice ce sunt vizate printr-o reglementare specifică. În concret, interpretarea este mijlocul prin care traversăm planul teoretic, general al dreptului către planul practic, prin care poiectăm norma abstractă pe terenul tangibil al realității juridice.

12. Raportat la sfera de cuprindere a unei norme pot fi decelate norme generale, speciale și de excepție, ultimele două distingându-se prin caracterul derogatoriu de la

²⁶ Interpretarea art. 70 (1) lit. g) din Regulamentul ASF nr. 10 din 27 septembrie 2017 privind depozitarea centrală emis în aplicarea Regulamentului (UE) nr. 909/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 23 iulie 2014 privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarea centrală de titluri de valoare și de modificare a Directivelor 98/26/CE și 2014/65/UE și a Regulamentului (UE) nr. 236/2012.

norma generală, înlăturând-o astfel de la aplicare. În ceea ce privește normele de excepție, interpretarea lor este exprimată prin adagiul: *exceptio est strictissimae interpretationis* [excepțiile sunt de strictă interpretare și aplicare].

Atât timp cât a fost enunțată o regulă, excepțiile de la aceasta sunt strict individualizate, pentru ca în privința restului situațiilor regula să rămână în continuare aplicabilă. În logica juridică regula coexistă cu excepția, domeniile lor fiind precis delimitate pentru a nu se anihila reciproc. Pentru a se respecta această delimitare este interzisă lărgirea sferei de aplicare a unei excepții prin extinderea la alte cazuri decât cele incluse strict în ea.

Prin reținerea caracterului de normă de excepție al tranzacțiilor directe, doctrina juridică surprinde efectele unei asemenea calificări: *interpretarea este restrictivă, strictă, raportată la cazuri bine delimitate* [N. Popa, *Teoria generală a dreptului*, București, 1993, p. 267-282; G. Beleiu, *Drept civil român. Introducere în dreptul civil. Subiectele dreptului civil*, ed. 5, 1998, p. 61-67]. Așadar, în urma interpretării articolului 70 din Regulamentul ASF nr. 10.2017, **situațiile practice în care el se aplică trebuie să poată fi precizate în mod concret și sigur.**

13. *Raportul dintre regulă și excepții.* Regula cercetată este prevăzută în art. 68 alin. (1) al Regulamentului ASF nr. 10/2017 care enunță transmiterea dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare la momentul decontării tranzacției, în baza raportului de tranzacționare. *Excepția* cercetată este reprezentată de art. 70 din Regulamentul ASF. Astfel, prin opoziție față de regulă, art. 70 vizează reglementarea motivelor și a condițiilor ce stau la baza *transferului direct* (transfer al instrumentelor financiare din conturile Depozitarului Central fără decontarea unei tranzacții dintr-un loc de tranzacționare).

14. Metoda de interpretare gramaticală relevă existența unei enumerări care, în virtutea caracterului normei de excepție, este limitativă, nepermițând adăugarea altor variante neprevăzute expres. Observăm, totodată, că enumerarea în integralitatea ei, vizează tipologia actului juridic, temei al unui transfer direct: certificat de moștenitor, act cu titlu oneros sau gratuit, act al puterii judecătorești sau act administrativ (sentința privind încuviințare a fuziunii/divizării, rezoluție a judecătorului delegat privind majorarea de capital social, etc.). În ceea ce privește motivele ce pot sta la baza unui transfer direct, acestea sunt clar delimitate în cuprinsul alineatului 1, lit. a-f, art. 70 din Regulamentul ASF, mai puțin soluția cuprinsă în litera g) : „*punerii în executare a unei hotărâri judecătorești definitive*”. O interpretare literală a sintagmei conduce la un rezultat inacceptabil și în dezacord cu tehnica legislativă folosită în cadrul motivelor precedente. În interpretarea literală s-ar ajunge practic în situația ca excepția să cuprindă orice motiv, atât timp cât a făcut obiectul unui litigiu și este consfințit printr-o hotărâre judecătorească.

15. Dacă utilizăm argumentul logic al reducerii la absurd, presupunem că hotărârea judecătorească ca temei al tranzacțiilor directe poate avea orice obiect. Atunci orice motiv care a stat la baza raportului juridic dezlegat prin hotărâre judecătorească definitivă reprezintă temei al unui transfer direct. Prin această concluzie rezultatul interpretării ar fi unul distructiv. Excepția s-ar întinde până la limita oricărui motiv imaginat și detronează regula. Excepția care acoperă toate motivele imaginate reprezintă absurdul acestei ipoteze. Pentru a înlătura absurdul relevat norma trebuie interpretată, în mod sistematic, în cadrul larg al întregului sistem normativ al pieței de capital, fără a depăși spiritul reglementării. Într-o astfel de interpretare **hotărârea judecătorească poate să aibă ca obiect doar motivele acceptate deja pentru un transfer direct: succesiuni și ieșiri din indiviziune, cesionări de către emitent a acțiunilor proprii către personal, dobândiri de către emitent a propriilor acțiuni (în urma retragerii din societate a acționarilor care nu sunt de acord cu hotărârile luate în adunarea generală), fuziuni, divizări sau lichidări, aport în natură reprezentând acțiuni emise de societăți admise la tranzacționare.** [Art 70 alin. 1 lit. a- f, Regulamentul ASF nr. 10/2017].

16. Doctrina a reținut această interpretare restrictivă, concordantă cu regula transferului dreptului de proprietate ca rezultat al tranzacțiilor bursiere. În caz contrar a fost semnalat pericolul *posibilității instanței de judecată de a da o hotărâre care să constate transferul proprietății asupra unor instrumente financiare.* [M. Perde, Mecanismul de tranzacționare a valorilor mobiliare, Revista Română de Drept al Afacerilor, nr. 2 din 30 aprilie 2005]. Într-adevăr, în lipsa interpretării restrictive a obiectului acceptat al hotărârii judecătorești ca temei pentru o tranzacție directă se poate ajunge la recunoașterea efectelor unui contract de vânzare de acțiuni tranzacționate pe o piață reglementată, încheiat în afara pieței. Prima lege a pieței de capital [Legea nr. 52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori, art. 33] declara faptul că *intermedierea de valori mobiliare în afara piețelor reglementate [.....] este nulă de plin drept.* Cumpărarea și vânzarea de instrumente financiare în afara pieței reglementate era declarată nulă. Reglementările ulterioare ale pieței de capital (OUG nr. 28/2002, Legea nr. 297/2004 și Legea nr. 24/2017 în prezent) au renunțat la interdicția/nulitatea contractelor de vânzare având ca obiect instrumente financiare emise de entități listate, încheiate în afara locurilor de tranzacționare. Dar această interdicție expresă (sanționată inițial cu nulitatea absolută) este suplinită cu succes de lipsirea de efecte juridice a contractelor având ca obiect valori mobiliare tranzacționate pe o piață și înscrise în conturile unui depozitar, încheiate în afara pieței reglementate. Dreptul de proprietate asupra acțiunilor înscrise în conturile Depozitarului Central, tranzacționate într-un loc de tranzacționare, nu este transferat decât ca urmare raportului de tranzacționare, a tranzacției bursiere încheiate de piața reglementată de un operator de piață, a operațiunii de decontare.

Toată această construcție juridică este amenințată de interpretarea nefericită, în sensul posibilității tranzacției directe având ca temei o hotărâre judecătorească care constată transferul dreptului de proprietate realizat printr-un contract de acest tip încheiat în afara pieței. O astfel de interpretare contrazice întreaga reglementare a pieței de capital.

Doctrina a criticat pentru aceleași argumente normele privind tranzacțiile directe aflate în una din legile anterioare ale valorilor mobiliare [art. 43 alin. 1 din OUG nr. 28/2002] : Este semnalat [...] *transferul efectuat în baza unei hotărâri judecătorești (...), titlu executoriu care dă dreptul titularului să evite piața și să înregistreze transferul asupra valorilor mobiliare direct în evidențele registrului independent. Suntem de părere că, indiferent dacă executarea transferului de proprietate asupra unor valori mobiliare se face voluntar sau silit, procedura este una singură, și anume cea prevăzută de regulile generale ale piețelor de capital și cele speciale ale pieței pe care se tranzacționează valorile mobiliare ce fac obiectul transferului.* [S. Bodu, Operațiuni în piața cu valori mobiliare, Revista Română de Drept al Afacerilor, nr. 1 din 31 ianuarie 2003].

17. În concluzie, prin validarea unei interpretări literale, în sensul includerii oricărei hotărâri judecătorești între temeiurile unei tranzacții directe se ajunge la anihilarea regulii transiterii dreptului de proprietate în baza raportului de tranzacționare, a decontării, admițându-se că litera g) din art. 70 alin. 1 al Regulamentului ASF nr. 10/2017 poate excede și face inutilă enumerarea situațiilor juridice limitative din literele (temeiurile) precedente.

Pentru aceste motive, considerăm că argumentul reducerii la absurd combate posibila interpretare ce include orice hotărâre judecătorească definitivă în cuprinsul literei g) art. 70 alin. 1 Regulamentul ASF nr. 10/2017. Pentru a da eficiență normei juridice, în vederea salvării aplicării ei, singurul mod prin care aceasta ar putea fi în acord cu normele pieței de capital îl constituie raportarea „literei g)” (hotărârea judecătorească) la cuprinsul soluțiilor „literelor” precedente. Astfel, *hotărârile judecătorești definitive ce pot constitui temei al transferului direct sunt cele pronunțate în materiile anterior enumerate: succesiuni, iesire din indiviziune, fuziuni, divizări și celelalte motive cuprinse normativ.*

Fiind limitativ prevăzute, excepțiile îndeplinesc cerința de a fi bine delimitate și în acord cu spiritul reglementării.

D. Imposibilitatea efectuării de tranzacții directe în situația lipsei identificării acțiunilor în sistemul Depozitarului Central.

18. *Imposibilitatea individualizării acțiunilor în sistemul Depozitarului Central.* În accepțiunea pieței de capital acțiunea este un instrument financiar, mai exact o valoare

mobiliară admisă la tranzacționare care conferă calitatea de acționar și drepturile patrimoniale și nepatrimoniale decurgând din această calitate.

Acțiunile tranzacționate pe piața de capital sunt bunuri corporale, având în mod obligatoriu o formă dematerializată, fiind evidențiate prin înscrierea în conturi. Funcția de registru, proprie societății pe acțiuni în dreptul societar general, funcția de depozitar și funcția de administrare a un sistem de compensare și decontare care revin unei societăți de tip depozitar central, cu rol și de contraparte centrală, au atras obligativitatea înregistrării valorilor mobiliare admise la tranzacționare pe o piață reglementată în sistemul de conturi electronice aflat în gestiunea Depozitarului Central. Astfel de acțiuni sunt nominative, existând obligativitatea atât pentru Depozitarul Central, cât și pentru participanții la sistemul depozitarului să opereze o evidențiere strictă a proprietarului. În ceea ce privește conturile individuale ale proprietarilor, caracterul nominativ al acțiunilor derivă din individualizarea contului, pe când în cazul conturilor globale, din obligația aferentă participanților de a deschide subconturi distincte pentru înlăturarea riscului de amestec între instrumentele financiare proprii și cele ale clienților.

Prin Legea societăților [art. 94], legiuitorul stabilește regula fungibilității acțiunilor – acțiunile trebuie să fie de o egală valoare; ele acordă posesorilor drepturi egale [de la care există și excepții]. Legea nu oferă părților posibilitatea să modifice regimul juridic al acțiunilor. Caracterul nominativ al acțiunilor tranzacționate pe piața de capital nu elimină lipsa de identificare a acțiunilor, fungibilitatea lor. Individualizarea contului proprietarului acțiunilor conferă aptitudinea de a diferenția un anumit număr de acțiuni de totalitatea acțiunilor emise însă în interiorul unui cont particular acțiunile rămân neidentificabile. Individualizarea se oprește și se limitează la arătarea titularului. În ceea ce privește componentele contului, acestea se reduc la un număr și nu la o particularizare proprie a fiecărui titlu, sau a unei categorii, de exemplu cea care a făcut obiectul unei tranzacții.

19. Ipoteza anulării tranzacțiilor și aplicarea principiilor nulității (repunerea în situația anterioară – *restitutio in integrum* - și anularea actelor subsecvente - *resoluto iure dantis resolvitur ius accipientis*) au atras propunerea individualizării efective a fiecărui titlu dematerializat²⁷. Doar această operațiune ar avea ca efect înlăturarea inconvenientelor atrase de imposibilitatea aplicării efectelor nulității în lipsa individualizării titlurilor/acțiunilor din sistemul Depozitarului Central.

²⁷ Instrucțiunea CNVM nr. 7/2005 din 05.05.2005 publicată în Monitorul Oficial, Partea I nr. 403 din 12/05/2005 privind înscrierea și numerotarea valorilor mobiliare, aprobată prin Ordinul CNVM nr.18 din 5 mai 2005. Greutățile tehnice de realizare a unei asemenea operațiuni au prevalat față de scopurile urmărite. Instrucțiunea a fost suspendată pe termen limitat prin Instrucțiunea CNVM nr. 8/2005 și Instrucțiunea CNVM nr. 1/2006 și niciodată aplicată.

Ordinele de tranzacționare individualizează exact instrumentele financiare oferite: tipul acestora și cantitatea (alături de preț) delimitând un obiect determinat²⁸. Totuși odată cu epuizarea efectelor tranzacției, cu operațiunea definitivă de decontare, valorile mobiliare sunt înscrise în contul cumpărătorului, amestecându-se cu restul valorilor mobiliare de același tip deținute de acesta. Este asemeni unei căni cu vin vărsată într-o amforă. Odată realizat, amestecul nu mai poate fi separat vreodată din conținutul căni. În lipsa unei identificări și observând caracterul fungibil, acțiunile care au făcut obiectul unei tranzacții se sustrag oricărei individualizări viitoare. [În speța supusă atenției Constantin Relative Investment SRL a achiziționat 16.000.000 de acțiuni ale unui emitent, evidențiate în sistemul Depozitarului Central, care s-au adăugat restului de acțiuni din contul investitorului, în total 25.699.543 de acțiuni de același tip. Separarea lor este imposibilă în lipsa identificării titlurilor].

Renunțarea normativă la acest deziderat, al individualizării acțiunilor, are un resort care trebuie evidențiat: evoluția normativă a consacrat caracterul definitiv al ordinelor de transfer [recunoscut prin Legea nr. 253/2004] ca și interdicția oricărei nulități/reversări/repuneri în situația anterioară²⁹, reglementări care au făcut inutilă realizarea unei individualizări complete a acțiunilor din conturile Depozitarului Central.

E. Reglementări europene și reglementări proprii CSD-urilor europene.

20. Dreptul material european își găsește aplicarea imediat în cadrul intern, în principal prin intermediul Regulamentului UE nr. 909/2014. Actele administrative interne [precum Regulamentul ASF nr. 10/2017] sunt emise în aplicarea directă a acestui act european. Emitenții admiși în sistemul unui depozitar central sunt obligați să predea spre depozitare instrumentele financiare (imobilizare în sensul art. 2 alin. 1 pct. 3 Regulamentul UE) astfel încât orice operațiuni în legătură cu acestea se realizează prin înregistrarea instrumentelor financiare în conturi electronice deschise la depozitarul central.

²⁸ În sensul că valorile mobiliare sunt bunuri generice, Gh. Piperea, Societăți comerciale, piață de capital, acquis comunitar, All Beck, București, 2005, p. 619; S. David, H. Dumitru, Contractul de vânzare-cumpărare de valori mobiliare încheiat în cadrul Bursei de Valori București, Revista de drept comercial nr. 5/1999, p. 67; A. Țuțuianu, Piața de capital. Regimul juridic aplicabil participanților, Editura Hamangiu, 2007, p. 623. În același sens, cu sublinierea că ar fi bunuri determinate generic chiar dacă ar fi numerotate, C. Duțescu, Drepturile acționarilor, Ed. C.H. Beck 2007, p. 40.

²⁹ Legea nr. 253/2004 art. 3 alin. 3. În același sens Directiva 98/26/CE art. 3 alin. 2: *Nici o normă juridică, regulă, dispoziție sau practică vizând anularea unor contracte și tranzacții [...] nu poate conduce la anularea unei compensări.*

Depozitarul va oferi o evidență care să permită oricărui participant să dețină într-un singur cont de titluri de valoare titlurile de valoare care aparțin diferiților clienți ai participantului respectiv („*segregare de tip omnibus a clienților*”) sau o evidență care să permită unui participant să separe titlurile de valoare ale oricăruia dintre clienții săi („*segregare individuală a clienților*”) [art. 38 Regulamentul UE]. Norma internă detaliază tipurile de conturi care pot fi oferite de depozitarul intern [art. 44 Regulamentul ASF nr. 10/2017].

Izvorul european identifică serviciile generale pe care le oferă un depozitar, respectiv înregistrarea inițială a titlurilor de valoare într-un sistem de înscriere în cont („*serviciu notarial*”); deschiderea și administrarea conturilor de titluri de valoare la nivelul cel mai înalt („*serviciu de administrare centralizată*”) și gestionarea unui sistem de decontare a titlurilor de valoare („*serviciu de decontare*”) [Anexa 1, Secțiunea A, Regulamentul UE 909/2014].

21. Serviciul notarial și serviciul de administrare centralizată sunt incidente în privința înregistrării și circulației valorilor mobiliare între conturile deținătorilor deschise la depozitar. Regulamentul European indică și un serviciu auxiliar de tip nebanca furnizat de Depozitar, mai exact servicii legate de serviciul notarial și serviciul de administrare centralizată, cum ar fi: *servicii legate de registrele de acționari; sau servicii legate de transmiterea și procesarea instrucțiunilor*. [Anexa 1, Secțiunea B, Regulamentul UE]. Aceste servicii ținesc evidența în timp real a acționarilor, a dreptului de proprietate asupra acțiunilor înscrise în conturile depozitarului. Regula în privința acestor transferuri privește tranzacțiile contra fonduri bănești, realizate în piața de tranzacționare. *Toate tranzacțiile cu titluri de valoare contra fonduri bănești între participanți direcți la un sistem de decontare a titlurilor de valoare gestionat de un CSD și decontate în sistemul de decontare a titlurilor de valoare respectiv se decontează prin mecanismul LCP (livrare contra plată)*. [Art. 30 alin. 7 din Regulamentul UE].

Textul European nu enumeră *instrucțiunile fără fonduri*, dar Depozitarii sunt ținute să adopte “*politici și proceduri suficient de eficace pentru a asigura respectarea*” regulilor europene.

22. Entitățile de tip CSD din Europa au vocație de a oferi servicii specifice oricărui emitent din Uniune [*Un emitent are dreptul să înregistreze titlurile sale de valoare admise la tranzacționare pe piețe reglementate sau prin MTF-uri sau tranzacționate în locuri de tranzacționare în orice CSD stabilit în orice stat membru* – art. 49 din Regulamentul UE]. O astfel de situație impune existența unui regim similar în privința serviciilor de registru (de administrare centralizată) prestate de orice depozitar din UE.

Atâta timp cât un emitent are avea, teoretic, vocația să-și înregistreze titlurile în orice CSD din UE așteptarea este ca regimul *tranzacțiilor cu fonduri* (evident pentru tranzacționarea pe piața BVB sistemul de compensare unic va funcționa prin Depozitarul Central în calitate de contraparte centrală), *cât și fără fonduri* să fie același.

Una dintre entitățile de tip CSD reprezentative autorizate în UE este *Euroclear*, cu subsidiarele sale. Codul acestei entități³⁰ enumeră tipurile de tranzacții directe așteptate, proprii și Codului Depozitarului Central SA, mai puțin cazul hotărârii judecătorești (fără indicarea obiectului acesteia așa cum reține reglementarea internă).

Regimul tranzacțiilor directe este delimitat clar în reglementările societăților autorizate ca CSD în Europa. În mod similar, depozitarul bursei din Atena (AthexCSD) folosește norme de excepție pentru transferurile din conturile de acțiuni fără un raport de tranzacționare și decontare. Tranzacțiile directe cunosc temeuri limitativ enunțate normativ³¹ fără posibilitatea de extindere arbitrară a acestora.

F. CONCLUZII

23. Reglementările europene și de drept intern instituie mecanismul transferului de proprietate asupra acțiunilor și plata prețului în urma operațiunilor realizate pe o piață reglementată (*settlement*) pe baza principiului livrare contra plată (*DvP, delivery versus payment*). Transferurile realizate în afara tranzacțiilor încheiate în piață, cu sau fără a fi implicată o plată, numite tranzacții directe, **sunt ca regulă nepermise**. Totuși anumite situații sau acte juridice particulare pot să conducă, ca efect indirect, la transferul dreptului de proprietate asupra acțiunilor. Fapte juridice, precum decesul, acte juridice precum ieșirea din indiviziune, cesiunea gratuită sau atrasă de evenimente corporative (majorare de capital, fuziune, divizare, etc.), toate aceste evenimente au ca efect transferul dreptului de proprietate asupra acțiunilor. Asemenea efecte legale recunoscute trebuie să fie urmate de singurul mod de transmitere a dreptului de proprietate pentru acțiunile dematerializate evidențiate în sistemul de conturi al Depozitarului Central – creditarea contului dobânditorului simultan cu debitarea contului de valori mobiliare al persoanei care transmite proprietatea.

³⁰ *Book-entrySystemRegistrationInstruction.pdf (euroclear.com)*.

³¹ Autoritatea elenă a pieței de capital (*Hellenic Capital Market Commission - HCMC*) a emis reguli de operare pentru sistemul de înregistrare a valorilor mobiliare operat de *Hellenic Central Securities Depository*: Decizia 3/304/10.6.2004 a HCMC privind Regulile de operare ale sistemului dematerializat de valori mobiliare (cu modificările ulterioare), art. 46-50. *518fed75-ef64-4eb5-9650-1519f29d6b93 (athexgroup.gr)*

Transferurile directe recunoscute legal sunt cele care realizează această funcție de evidențiere a noului proprietar. Sfera acestor transferuri rămâne **strict limitată la cazurile identificate legal**. Nici pe cale administrativă, nici pe cale judiciară aceste cazuri nu pot fi extinse.

24. Pentru a respecta caracterul limitat, de excepție, al situațiilor care permit un transfer direct, **hotărârea judecătorească admisă ca temei pentru o tranzacție directă trebuie să se înscrie și ea în sfera limitată a cazurilor de excepție permise pentru aceste tranzacții** (art. 70 alin. 1 din Regulamentul ASF nr. 10/2017). În caz contrar, această sferă limitată și strictă a excepțiilor va fi lărgită în mod indirect, prin adăugarea oricărui temei care ar putea fi dezlegat prin hotărârea judecătorească. O asemenea interpretare transcende principiilor ce garantează protecția dreptului de proprietate asupra acțiunilor dobândit în urma decontării în sistemul Depozitarului Central.

25. Sentința civilă nr. 132/02.04.2019 a Tribunalului Galați definitivă prin respingerea apelului prin Decizia civilă nr. 75/18.03.2020 a Curții de Apel Constanța prin care s-a dispus anularea tranzacțiilor având ca obiect 16.000.000 acțiuni emise de Electroargeș SA și „*obligă pârâta să restituie acțiunile reclamantei*” nu poate constitui temei pentru realizarea unui transfer direct în conturile Depozitarului Central.

Hotărârea judecătorească nu se înscrie în temeiurile stricte care pot sta la baza unei tranzacții directe, enumerate de art. 70 alin. 1 lit. a-f din Regulamentul ASF nr. 10/2017. Mai mult, acțiunile care ar trebui restituite în baza titlului executoriu nu pot fi individualizate în contul cu acțiuni al deținătorului (părât în acțiunea judiciară), făcând imposibilă orice restituire. O asemenea imposibilitate de identificare a bunului echivalează cu situația bunului aflat în imposibilitate de predare, de natură să atragă executarea unui titlu prin echivalent bănesc.

22.04.2021

Cristian **GHEORGHE**

Doctor în drept

Avocat, Baroul București

Conf. univ dr. Universitatea N. Titulescu București