

## Valori mobiliare : primare, secundare și derivate

**Valorile mobiliare** se definesc ca „instrumente financiare negociabile transmise prin tradițiune sau prin înscriere în cont, care conferă drepturi egale pe categorie, 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”

Valorile mobiliare includ:

- a) acțiunile;
- b) titluri de stat, obligațiuni emise de administrația publică centrală sau locală sau societățile comerciale, precum și alte titluri de împrumut cu scadența mai mare de un an;
- c) drepturi de preferință la subscrierea de acțiuni și drepturi de conversie a unor creanțe în acțiuni;
- d) alte instrumente financiare, cu excluderea instrumentelor de plată, care dau dreptul de a dobândi valori mobiliare echivalente celor menționate mai sus prin subscriere, schimb sau la o compensație bănească;
- e) orice alte instrumente financiare calificate de CNVM<sup>6</sup> ca valori mobiliare.

La rândul lor, valorile mobiliare fac parte din categoria titlurilor comerciale de valoare care prezintă următoarele trăsături:

- *înscrișul are caracter constitutiv*; dreptul este încorporat în titlu și, prin urmare, poate fi exercitat numai în temeiul înscrișului;
- *înscrișul are caracter formal*; el trebuie să îmbrace forma cerută de lege și să cuprindă elementele care îi sunt proprii;
- *înscrișul are caracter literal*; întinderea și natura dreptului ca și obligația corelativă dreptului, sunt determinate exclusiv de mențiunile cuprinse în înscriș.
- *înscrișul conferă un drept autonom*.

Caracterul autonom al dreptului trebuie înțeles în dublu sens:

- a) dreptul și obligația corelativă născute din titlu sunt independente de actul juridic din care decurg;
- b) în cazul transmiterii titlului dobânditorul va deveni titularul unui drept propriu, care este un drept nou, originar și nu un drept derivat din cel al transmitătorului. Drept urmare, celui care dobândește titlul nu i se pot opune excepțiile care puteau fi opuse transmitătorului.

Valorile mobiliare pot fi considerate o formă de manifestare a activelor bancare. Dacă avem în vedere sensul economic al termenului de active acestea desemnează un bun privit sub o dublă accepțiune:

- în primul rând, poate fi considerat un bun care poate fi folosit oricând pentru a procura un alt bun echivalent;
- în al doilea rând, activul desemnează și capacitatea de a se obține venituri viitoare sub diferite forme în funcție de natura investiției.

Din punct de vedere al conținutului, activele pot fi reale sau financiare.

Activele financiare privite din punct de vedere al valorificării pot fi:

- a) *active de investiții* care apar atunci când plasamentele se valorifică în viitor prin profit, rentă, chirie, etc.
- b) *active de capital* care permit un plasament în valori mobiliare;

valorificarea în viitor realizându-se prin dobânzi și dividende.

Valorile mobiliare sunt așadar înscrisuri care certifică calitatea de coproprietari și de creditori și care generează efecte pentru deținătorul lor în conformitate cu caracteristicile pieței.

Valorile mobiliare au ca și caracteristică un risc al plasamentului mai prezent decât în cazul activelor monetare care desemnează în principal depuneri la bănci.

Acest risc este determinat pe de o parte de situația emitentului, iar pe de altă parte de situația generală a pieței.

Din punct de vedere al emitentului, pentru deținătorul de valori mobiliare apare riscul determinat de pierderea posibilității de fructificare (atunci când nu se distribuie dividende) sau pierderea capitalului investit (atunci când se înregistrează falimentul emitentului).

Dacă avem în vedere situația existentă pe piață, riscul poate fi generat de fluctuația cursului sau chiar de încetinirea procesului de transformare a activelor financiare în lichidități dacă cererea este foarte scăzută și nu există imediat contrapartidă pentru oferta de vânzare.

O altă caracteristică a valorilor mobiliare este că acestea pot fi emise atât în formă materializată cât și dematerializată. Avantajele dematerializării sunt legate de:

- eliminarea costurilor generate de emisiunea propriu-zisă a înscrisurilor
- în formă materială;
- transferarea rapidă a drepturilor de proprietate prin înregistrarea
- magnetică fără a mai fi necesar un interval de timp pentru emiterea
- propriu-zisă a înscrisului;
- păstrarea pe suport magnetic a informațiilor privind istoricul
- tranzacțiilor cu valoarea mobilă respectivă;
- cunoașterea în orice moment a structurii acționariatului la nivelul unui

emitent dat, înregistrarea rapidă a tuturor tranzacțiilor cu valori mobiliare și a noilor posesori ai acestora.

Ținând cont de caracteristicile valorilor mobiliare, structura acestora ar putea fi:

a) **valori mobiliare primare** de genul acțiunilor și obligațiunilor care conferă posesorului fie dreptul de coproprietate, fie dreptul de creanță și generează acestuia venituri viitoare.

b) **valori mobiliare derivate** rezultate din combinarea valorilor mobiliare primare care au o existență de sine stătătoare pe piața financiară și a căror emisiune este legată de nevoia de protecție împotriva riscurilor sau de necesitatea gestionării eficiente a portofoliului. În categoria valorilor mobiliare derivate se cuprind contractele forward, futures sau options.

c) **produse sintetice** – produse de tip coș având drept scop dispersarea riscurilor pe un număr cât mai mare de valori mobiliare ce cuprind coșul (ex: contracte pe indici bursieri).

### **Acțiunile**

Acțiunea (eg. share/ stock) reprezintă un titlu financiar negociabil ce conferă deținătorului poziția de proprietar colectiv asupra proprietății indivizibile a societății emitente.

*Caracteristicile acțiunilor. Natura juridică.*

Din definiția de mai sus rezultă următoarele caracteristici ale acțiunilor:

- Acțiunile sunt fracțiuni egale ale capitalului social care au o anumită

valoare nominală.

În România, legea nr. 31/1990 modificată stabilește că valoarea nominală a unei acțiuni nu poate fi mai mică de 1000 de lei.

- Acțiunile sunt indivizibile.

Caracterul indivizibil al acțiunilor asigură evitarea fracționării excesive a capitalului social și, implicit, creșterea numărului de acționari. Dacă o acțiune a devenit proprietatea mai multor persoane acestea sunt obligate să-și desemneze un reprezentant care va exercita drepturile și obligațiile aferente acțiunilor.

- Acțiunile sunt titluri negociabile.

Doctrina dreptului comercial stabilește natura juridică a acțiunilor. Astfel, deși nu îndeplinesc pe deplin condițiile titlurilor de credit și anume condițiile referitoare la autonomie și literalitate, acțiunile fac parte din categoria titlurilor de credit. Acțiunile nu sunt titluri autonome, independente față de actul juridic din care decurg; ele își au izvorul în contractul de societate. Totodată, în cazul transmisiunii acțiunilor, dobânditorul devine titularul unui drept derivat și nu al unui drept nou, originar.

Acțiunile sunt lipsite de literalitate ceea ce înseamnă că întinderea drepturilor conferite este incomplet determinată prin titlu, motiv pentru care trebuie cercetate actele constitutive.

Acțiunea conferă **deținătorului** său, persoană fizică sau juridică, următoarele **drepturi**:

- dreptul de a primi titlul de valoare care-i conferă deținătorului statutul de proprietar în societatea emitentă;
- dreptul de a solicita emitentului onorarea angajamentelor asumate la emiterea acțiunilor;
- dreptul de a dispune după cum dorește de acțiunile deținute;
- dreptul la vot - adică dreptul de a alege și de a fi ales în consiliul de administrație al societății.
- dreptul la dividend dar și obligația de a participa la pierderi;
- dreptul de control asupra documentelor societății;
- dreptul de informare asupra activității societății;
- dreptul de preemțiune care dă acționarilor existenți prima opțiune de cumpărare a emisiunilor suplimentare de acțiuni proporțional cu numărul de acțiuni deținute. Scopul pentru care s-a constituit acest drept vizează pe de o parte protejarea poziției de control, iar pe de altă parte protejarea acționarilor împotriva diluării valorii deținute din capitalul societății.

Există o mare varietate de acțiuni în funcție de drepturile pe care conferă posesorului și alte caracteristici însă, cele mai importante și care ne interesează în mod deosebit sunt acțiunile ordinare și cele preferențiale.

Acestea din urmă dau dreptul la un dividend fix, prestabilit, indiferent de mărimea profitului care va fi realizat de societate, dar nu dau drept de vot posesorului. Acțiunile preferențiale se emit pentru perioade limitate de timp și sunt adresate mai ales

investitorilor care nu sunt dispusi sa riste prea mult si prefera un venit stabil, chiar daca acesta este mai mic.

Pe pietele dezvoltate exista mai multe **tipuri de actiuni preferentiale** :

- actiuni cu o rata fixa si prestabilita a dividendului;
- actiuni ce confera titularului mai multe drepturi de vot;
- actiuni ce dau dreptul posesorilor ca în caz de lichidare sa încaseze partile cuvenite înaintea actionarilor obisnuiti;
- actiuni ce combina drepturile de mai sus.

Indiferent însa daca este vorba de actiuni obisnuite sau preferentiale acestea îmbraca una din cele doua **forme**:

- actiuni la purtator, care nu poarta nici un nume înscris si se pot transmite fara nici o formalitate;
- actiuni nominative, care au înscris numele posesorului si se pot transfera numai prin transcrierea tranzactiilor într-un registru.

### ***Obligațiunile***

Obligațiunile sunt titluri financiare reprezentând creanța deținătorului acesteia asupra emitentului ei, rezultată în urma unui împrumut pentru care acesta din urmă - o companie, agenție publică sau statul – plătește periodic o dobândă, de regulă fixă, urmând să răscumpere obligațiunea peste un anumit termen.

Pentru a prezenta caracteristicile obligațiunii putem face o comparație cu acțiunile. Astfel, dacă avem în vedere poziția investitorului obligațiunea apare ca un titlu de creanță în timp ce acțiunea este un titlu de proprietate. De asemenea, obligațiunea este valabilă numai până la scadență în timp ce acțiunea nu are durată de viață.

Din punct de vedere al fructificării investiției, obligațiunea generează certitudinea fructificării prin faptul că emitentul își asumă obligația de a plăti dobânzile indiferent de rezultatul obținut în timp ce dividendul nu poate fi încasat dacă rezultatele obținute sunt necorespunzătoare sau dacă se decide de către Adunarea Generală a Acționarilor să nu se distribuie dividende. Dacă avem în vedere riscul plasamentului, atunci putem spune că riscul asumat de investitorul în obligațiuni este mai mic decât riscul pe care îl implică investiția în acțiuni. În sfârșit, deținătorii de obligațiuni sunt creditori și, ca urmare, trebuie achitați înaintea acționarilor preferențiali sau comuni dacă apare situația de intrare în faliment.

Obligațiunile au câteva **elemente caracteristice** care unele sunt precizate înca de la emisiune:

- valoarea nominala, reprezinta suma pe care emitentul trebuie sa o ramburseze posesorului obligatiunii;

- volumul total al emisiunii;
- dobânda (cuponul);
- scadența;
- durata de viață a obligațiunii, adică perioada dintre emitere și scadența;
- prețul de emisiune, adică valoarea la care se pune în circulație efectiv obligațiunea; acesta poate fi mai mare decât valoarea nominală (supra pari), egal cu aceasta (ad pari) sau mai mic (sub pari) lucru stabilit în funcție de condițiile pieței și de urgența obținerii fondurilor;
- modalitățile de rambursare;
- randamentul obligațiunii, indicator calculat în funcție de prețul de emisiune și dobânda anunțată.

Există o mare varietate de tipuri de obligațiuni în funcție de necesitățile societăților emitente, dar mai ales din dorința de a fi cât mai atractive pentru investitori. În acest sens au fost create **multime de tipuri de obligațiuni care țin cont de diverse caracteristici ale investitorilor**: profilul de risc al acestora, randamentul pe care îl așteaptă, durata pe care sunt dispuși să investească, scopul urmărit de aceștia etc. Din această mulțitudine de tipuri de obligațiuni le prezentăm succint pe cele mai întâlnite:

- a) **Obligațiuni clasice (obisnuite)** care au o scadență determinată, iar dobânda (fixă) se plătește periodic.
- b) **Obligațiunile indexate** sunt acelea la care emitentul se obligă de a le actualiza dobânda (valoarea) în funcție de un anumit indice (spre exemplu funcție de indicele inflației).
- c) **Obligațiuni cu durata de viață variabilă** și care permit emitentului sau posesorului să modifice scadența acestora, adică durata împrumutului. Aceasta poate să însemne prelungirea duratei împrumutului sau sau rambursarea înainte de scadență. Oricare din aceste operațiuni, în funcție de cine este solicitată și de sensul ei (prelungire sau scurtare) implică plata unor bonusuri sau penalizări la suma de rambursat.
- d) **Obligațiuni participative**, care așa cum le arată și numele dau posibilitatea investitorului de a participa la rezultatele favorabile ale societății în care a investit. Astfel, pe lângă dobânda stabilită inițial posesorul de obligațiuni participative mai primește sume suplimentare alocate din profitul net sau din rezerve special constituite în acest sens.
- e) **Obligațiuni cu cupon unic** sunt acelea la care dobânda nu se plătește periodic ci se capitalizează și se plătește o singură dată la scadență.
- f) **Obligațiuni cu cupon zero** sunt acelea pentru care nu se plătește distinct dobânda (deci nu au cupon) câștigul investitorului rezultând din aceea că sunt emise la un preț subparitate iar la scadență se rambursează la valoarea nominală (cu alte cuvinte dobânda convenită îmbracă forma unei prime de emisiune).

g) Obligatiuni convertibile sunt acelea care ofera posibilitatea investitorului de a le preschimba în actiuni ale societatii emitente. Raportul de conversie, perioada de conversie, precum si alte conditii de conversie trebuie sa fie prevazute în prospectul de emisiune.

h) Obligatiuni rambursabile în actiuni sunt acelea care se amortizeaza prin actiuni ale societatii emitente.

i) Obligatiuni rambursabile prin anuitati constante sunt acele obligatiuni la care emitentul va plati investitorului anual o suma constanta (anuitate) care include dobânda aferenta creditului cât si o parte din valoarea împrumutului.

j) Obligatiuni rambursabile prin tragere la sorti sunt acela rambursate cu anticipatie de emitent; stabilirea celor care vor face obiectul rambursarii anticipate se realizeaza prin tragere la sorti.

k) Obligatiuni "murdare" (junk bonds)- sunt acelea care au atasat un grad de risc foarte mare, deoarece banii mobilizati sunt folositi pentru afaceri a caror reusita este incerta dar cu un profit potential imens. Desigur si nivelul dobânzilor este proportional cu riscul pe care îl implica aceste afaceri.

l) Obligatiuni ale statului (bilete sau bonuri de tezaur) sunt emise de catre stat si prin acestea se mobilizeaza fonduri la dispozitia statului. Sunt considerate ca fiind cele mai sigure plasamente, deoarece au garantia statului si astfel riscul atasat lor ar fi nul.

m) Obligatiuni straine sunt acele titluri emise de catre societati din alte tari decât cea din care se realizeaza împrumutul.

n) Euroobligatiunile (eurobonds) sunt acele obligatiuni exprimate în eurovalute, plasate si tranzactionate simultan pe pietele de capital a mai multor tari, de catre un consortiu bancar international.

**Titlurile sau produsele derivate** sunt reprezentate de contractele futures si contractele pe optiuni (options). Toate aceste produse derivate au fost create pentru a diviza riscul si a spori sansele de castig la operatiunile bursiere.

**Contractele la termen (futures)** sunt angajamente ferme între doua parti de a vinde sau de a cumpara anumite valori la un pret prestabilit, la o data viitoare. Pentru a deschide o pozitie pe piata acestor produse derivate este necesara constituirea unui depozit minim de garantie.

Contractul în care sunt consemnate obligatiile partilor, contractul futures, este negociabil si tranzactionabil pe pietele bursiere unde se fac astfel de operatiuni, astfel încat fiecare din parti poate alege între a astepta pana la scadenta sau sa vanda contractul unui tert (respectiv sa cumpere de pe piata un acelasi tip de contract).

**Contractele pe optiuni (options)** dau dreptul, dar nu si obligatia, cumparatorului de a vinde sau cumpara anumite valori (pana) la o anumita data viitoare la un pret convenit initial, drept obtinut in schimbul platii unei prime. Optiunile pot fi de vanzare (put options) cand cel care le-a cumparat are dreptul de a vinde in sensul aratat mai sus, respectiv de cumparare (call options).

Principalele piete pentru produsele derivate sunt: Chicago Board of Trade (CBOT), European Options Exchange (EOE), London International Financiar Futures Exchange (LIFE). Acestea se caracterizeaza prin existenta unei case de compensatii (clearing house) pentru tranzactii. In Romania, cea mai cunoscuta astfel de piata pentru aceste produse este Bursa Monetara, Financiara si de Marfuri Sibiu.

Ratiunea principala a existentei acestor produse este aceea de acoperire a riscurilor (hedging), inasa nu este de neglijat nici atractia data de caracterul speculativ al acestor produse.

**Produsele sintetice** (hibrid) rezulta din diverse combinatii ale caracteristicilor a diferite titluri financiare.

Pot fi diferite combinatii intre actiuni si obligatiuni (drepturi de subscriere), dar si combinatii de optiuni put si call, sau de contracte futures cu contracte pe optiuni. Tot intre aceste produse sintetice regasim contractele pe indici bursieri sau pe diferite valute.

Totusi, noua legislatie a pietei de capital stabileste cadrul legal pentru implementarea unor noi instrumente si operatiuni in tara noastra, precum: conturile in marja, vanzarile in absenta, contractele de report, tranzactionarea drepturilor si a optiunilor pe actiuni, etc. Ramane de vazut in ce termen si in ce conditii aceste noi instrumente vor fi adoptate in tara noastra.

### **Bibliografie :**

1. Popa Ioan - "Bursa", vol. I si II, Ed. Adevarul, Bucuresti, 1993
2. Anghelache, Gabriela; Obreja, Carmen - "Piete de capital si tranzactii bursiere", Ed. ASE, Bucuresti, 2000
3. Cărpenu D. Stanciu, *Drept comercial român*, Ed. All, 1996
4. Gheorghe Crețoiu , Viorel Bucur , Ioan Bucur « Economie » Ed. All Beck 2003
5. Piete de capital - Asist. drd. Florin Duma;