

**Finanțarea societăților prin intermediul emisiunilor de obligațiuni corporative. Mecanisme
juridice.**

Rezumat teză de doctorat

Cuprins:

I. Introducere

1. Planul de studiu și scopul realizării prezentei lucrări.....	6
2. Metodologia utilizată.....	16
3. Apel pentru necesitatea dezvoltării finanțării societăților pe acțiuni prin intermediul pieței de capital locale.....	17

II. Despre finanțarea societăților pe acțiuni. Aspecte generale.

1. Scurt periplu istoric vizând procesul de evoluție al societăților pe acțiuni deschise.....	19
2. Necesitatea finanțării activităților întreprinderii.....	24
3. Opțiunile de finanțare în cazul societăților deschise pe acțiuni. Emergența obligațiunilor corporative.....	29
4. Definirea termenului de obligațiune. Raportul obligațiuni – valori mobiliare- instrumente financiare.....	38
5. Noțiunea de „securities” în sistemul juridic anglo-saxon.....	43
6. Obligațiunile guvernamentale și influența lor asupra celorlalte mecanisme de finanțare.....	46
7. Influența politicilor de intervenție ale băncilor centrale asupra pieței obligațiunilor corporative.....	51

8. O privire comparată între finanțarea prin emisiunea de obligațiuni corporative și finanțarea prin încheierea unor contracte de împrumut bancar.....59

9. O privire comparată asupra principalelor modalități de finanțare ale unei societăți pe acțiuni prin intermediul mecanismelor bursiere.....61

III. Emisiunea de obligațiuni corporative.

1. Actorii principali implicați și rolurile lor în emisiunea și tranzacționarea obligațiunilor corporative în sistemul B.V.B.....65

2. Rolul sistemelor alternative de tranzacționare pentru piața valorilor mobiliare.....77

3. Prospectul de emisiune și procedura de IPO. Plasamentul privat. Aspecte generale.....83

4. Reglementarea prospectelor de emisiune a valorilor mobiliare în dreptul U.E.....89

5. Despre momentul inițierii unei emisiuni de obligațiuni.....95

6. Procedura de emisiune a obligațiunilor corporative. Organele societare abilitate să decidă cu privire la emisiunea obligațiunilor. O privire comparată între dreptul comercial francez și dreptul comercial român.....98

7. Considerații suplimentare cu privire la realizarea efectivă a plasamentului obligatar.....106

8. Efectele admiterii la tranzacționare a unei serii de obligațiuni corporative.....114

9. Emiterea de obligațiuni corporative în dreptul francez. Aspecte generale. O privire comparată cu dreptul românesc.....115

10. Viziunea contractualistă asupra emisiunii de obligațiuni.....128

11. Rolul masei obligatarilor în sistemul de drept francez. Asemănări și deosebiri față de rolul masei obligatarilor în dreptul românesc.....134

a) Acțiunile introduse de masa creditorilor obligatari față de terți.....	139
b) Acțiunile introduse de masa creditorilor obligatari față de societatea emitentă a obligațiunilor, inclusiv în ceea ce privește acțiuni în anularea unor hotărâri adoptate de adunarea generală acționarilor.....	140
c) Posibilitățile procedurale de a acționa în cazul în care există un singur creditor obligatar.....	143
12. Rolul masei obligatarilor în cadrul procedurilor de fuziune sau divizare a societății emitente.....	150
13. Situația rambursării anticipate a obligațiunilor.....	155
14. Masa obligatarilor și rolul ei în raport de constituirea unor garanții reale care să însoțească împrumutul obligatar, în dreptul francez. Un exemplu de urmat?.....	157
15. Rolul masei obligatarilor în cazul insolvenței sau al lichidării emitentului obligațiunilor în dreptul francez.....	158
16. Studiu de caz – societățile pe acțiuni listate la B.V.B. care s-au finanțat prin intermediul pieței de capital, prin emisiunea de obligațiuni corporative.....	162
a) AGROSERV MĂRIUȚA S.A.....	162
b) NOROFERT S.A.....	165
c) ALSER FOREST S.A.....	170
d) VIVRE DECO S.A.....	175
e) ELEFANT ONLINE S.A.....	182
f) IHUNT TECHNOLOGY IMPORT-EXPORT S.A.....	186

g) LIFE IS HARD S.A.....	188
h) AGROLAND AGRIBUSINESS S.A.....	190
i) IMPACT DEVELOPER & CONTRACTOR S.A.....	192
j) QUALIS PROPERTIES S.A.....	196
17. Concluziile analizei cazurilor practice de emisiune ale emitenților de obligațiuni corporative de pe piața de capital locală.....	200

IV. Utilizarea în manieră neortodoxă a obligațiunilor pe piețele financiare și bursiere: obligațiunile perpetue și produsele financiare derivate având ca activ suport obligațiuni și creanțe titrizate.

1. Obligațiunile perpetue – cum poate fi explicată economic și juridic existența lor?.....	206
2. Despre titrizarea creanțelor. Construirea de produse financiare derivate având, ca active suport, inclusiv obligațiuni corporative.....	210

V. Emisiunea de obligațiuni corporative convertibile în acțiuni (*convertible bonds*).

1. Aspecte generale.....	221
2. Diferențierea obligațiunilor corporative convertibile în acțiuni de obligațiunile neconvertibile în acțiuni.....	221
3. Prospectul de emisiune și subscrierea obligațiunilor convertibile în acțiuni.....	223
4. Transformarea pasivului în activ prin conversiunea efectivă a obligațiunilor în acțiuni.....	228
5. Majorarea capitalului social al societății pe acțiuni, efect al conversiunii obligațiunilor în acțiuni.....	230

6. Efectele conversiunii obligațiunilor în acțiuni asupra profitului net al unei societăți pe acțiuni.....	235
7. Avantajele finanțării prin emisiunea de obligațiuni convertibile în acțiuni.....	236
8. Studiu de caz – societățile pe acțiuni listate la B.V.B. care au derulat emisiuni de obligațiuni convertibile în acțiuni.....	238
a) BANCA TRANSILVANIA S.A.....	238
b) FLAMINGO INTERNATIONAL S.A.....	243
c) LIFE IS HARD S.A.....	244

VI. Obligațiunile verzi – adaptarea mecanismelor pieței bursiere la noile politici de mediu.

1. Definiția și caracteristicile noțiunii de obligațiuni verzi.....	247
2. Expansiunea obligațiunilor verzi în peisajul economic al U.E.....	256
3. Situația obligațiunilor verzi pe piața din China.....	266
4. Cazuri practice de emisiuni de obligațiuni verzi.....	267

VII. Traectoria de dezvoltare și evoluția viitoare a mecanismelor de finanțare prin intermediul emisiunii de obligațiuni în România.

1. „Democratizarea” accesului investitorilor pe piața de capital.....	269
2. Prezența pe piața locală a fondurilor mutuale de investiții care investesc în obligațiuni.....	273
3. Prezența fondurilor de investiții aferente pilonului II de pensii private.....	275
4. Posibile evoluții viitoare ale investițiilor în obligațiuni corporative.....	282

VIII. Concluzii - Creșterea ponderii finanțărilor societăților prin mecanisme specifice pieței de capital.

1. Concluzii finale cu privire la utilitatea mecanismului finanțării societăților pe acțiuni prin intermediul emisiunii de obligațiuni corporative.....287

Bibliografie.....297

Cuvinte cheie: finanțare societăți pe acțiuni, emisiune obligațiuni, piețe de capital, obligațiuni convertibile, obligațiuni verzi.

Rezumat:

Obiectul lucrării de doctorat îl constituie studiul aprofundat al fenomenului emisiunii de obligațiuni de către societățile pe acțiuni, ca modalitate eficientă de finanțare a dezvoltării afacerilor societăților.

Considerăm că tema prezintă un grad ridicat de actualitate, întrucât, în special în ultimii cinci ani, se observă o efervescență a listărilor de noi societăți pe bursa locală de valori, însoțită de o creștere semnificativă a numărului de societăți pe acțiuni care aleg să obțină fonduri necesare dezvoltării business-ului prin emisiunea de obligațiuni corporative. Astfel, suntem martorii unui proces de evoluție a pieței de capital autohtone, importanța acestuia în procesul de furnizare de finanțare pentru dezvoltarea afacerilor fiind în creștere. Dacă, în mod tradițional, finanțarea societăților se realiza în România prin intermediul contractelor de credit încheiate cu instituțiile de credit (bănci) – cumva fidel modelului european continental de business – se observă, în ultimii ani, emergența acestui mecanism anglo-saxon de finanțare a societăților prin intermediul pieței de capital. Astfel cum am arătat pe larg în cuprinsul lucrării de doctorat, este adevărat că pentru

majoritatea societăților românești care au apelat la emisiunea de obligațiuni, această sursă de finanțare este una cu caracter preponderent complementar (creditul bancar rămânând sursa primară de finanțare), există deja și exemple de societăți pe acțiuni (în special societăți listate mai recent pe piața AeRo, piața de creștere, aflate în etapa de expansiune agresivă) care apelează la mecanismul emisiunii de obligațiuni ca sursă primară de finanțare a dezvoltării activității lor.

Am observat, printr-un scurt periplu în istoria dreptului comercial, cum a evoluat ideea de finanțare a activității de afaceri începând cu dreptul roman, trecând prin perioada medievală și renescentistă, caracterizată de preeminența orașelor stat italiene, dar și de progresul generat în domeniu de modelul hanseatic de organizare. Am văzut, apoi, cum comerțul a dobândit noi dimensiuni, nebănuite înainte, în epoca imperiilor coloniale, iar necesitățile crescute de finanțare ale activității comerciale au remodelat întregul sector, prin crearea companiilor de comerț maritim, în special în Olanda, Imperiul Britanic și Franța. O piață reală a obligațiunilor corporative, în sens modern, am văzut că s-a dezvoltat odată cu răspândirea folosirii pe scară largă a motorului cu abur și a dezvoltării căilor ferate, după primul val al revoluției industriale. Am văzut cum sistemul bursier s-a dezvoltat accelerat în capitalele acestor imperii coloniale până în zorii primei conflagrații mondiale, moment după care centrul de greutate al lumii financiare și bursiere a basculat înspre Statele Unite ale Americii.

Pe piața din Statele Unite ale Americii, finanțarea societăților prin intermediul pieței de capital s-a dezvoltat exponențial, dar și mecanismele juridice care au servit la crearea unor noi instrumente financiare bazate pe creanțe sau titluri de datorie s-au diversificat. Titrizarea creanțelor și împachetarea acestora, alături de alte titluri de datorie, inclusiv obligațiuni corporative, în instrumente financiare derivate, realizată într-un mod total nesustenabil, a reprezentat principalul motiv generator al crizei financiare și bancare din anul 2008. Răspunsul autorităților de reglementare în cazul instrumentelor financiare derivate, axate pe titrizarea creanțelor, a fost, mai degrabă, unul de tip *post factum*, atât în Statele Unite ale Americii, cât și la nivelul Uniunii Europene, așa cum am observat în analiza dedicată problematicii. Aceste aspecte au fost tratate în cadrul unui capitol distinct, alături de situația obligațiunilor perpetue, ambele categorii reprezentând o manieră neortodoxă de utilizare a titlurilor de datorie în cadrul piețelor financiare.

Am văzut, în paginile lucrării, că există o corelație directă între acțiunile băncilor centrale în ceea ce privește rata dobânzii de politică monetară și lejeritatea sau, din contră, dificultatea statelor, respectiv a societăților comerciale și a populației din aceste state de a se finanța. Chiar dacă accentul a căzut, preponderent, pe situația specifică a emisiunilor de obligațiuni corporative, a devenit foarte clar că această piață a obligațiunilor nu este una care funcționează necorelat cu piața datoriilor în sens larg. În acest sens, am observat că și numărul noilor listări de acțiuni sau al emisiunilor de obligațiuni corporative pe burse, inclusiv în cazurile analizate de pe piața locală de capital, tind să fie mult mai numeroase în perioadele în care dobânzile de politică monetară sunt la nivele reduse, iar banii se pot procura relativ ușor, la dobânzi mai mici.

Am observat că, în general, în perioadele în care politica monetară este una expansivă, ratele de dobândă, inclusiv ale obligațiunilor corporative, tind să scadă. În perioadele în care inflația crește, dobânda de politică monetară și controlul băncilor centrale asupra pieței crește, ceea ce scumpește finanțarea. În plus, am putut constata că, inclusiv prin crearea unor avantaje de drept fiscal, statele concurează serios cu companiile private în atragerea finanțării din piață, ceea ce face ca orice analiză a domeniului obligațiunilor corporative să fie realizată în paralel cu situația titlurilor de datorie emise de state, pentru a putea obține o imagine de ansamblu, cât mai fidelă realității. Aceeași concluzie, a necesității privirii obligațiunilor corporative în paralel cu situația obligațiunilor emise de stat, am putut să o tragem și în urma analizei cadrului legislativ specific pentru administratorii fondurilor de pensii administrate privat, chiar și în urma analizei manierei acestora de a activa efectiv în piață.

În urma analizei atât teoretice, dar mai ales a examinării practice a fenomenului de emisiune de obligațiuni corporative, am observat că, deși finanțarea societăților pe acțiuni prin mecanisme specifice pieței de capital prezintă avantaje specifice, ea nu este la fel de larg răspândită în România, comparativ cu alte state din vestul Europei și mai ales Statele Unite ale Americii.

Motivele sunt diverse: de la unele ce țin de fondul culturii de afaceri, care în Europa este dominat de creditarea bancară, spre deosebire de lumea anglo-saxonă unde primează mecanismele de finanțare prin intermediul bursei de valori sau al fondurilor de investiții, la unele pur economice (numărul redus de societăți pe acțiuni eligibile să se finanțeze prin intermediul pieței de capital), existența unui număr foarte mare de societăți comerciale subcapitalizate pe piața din România, un

număr relativ redus de investitori dispuși să investească în aceste tipuri de instrumente financiare, eșecul unor serii de emisiune de obligațiuni corporative pe piața locală de capital, etc.

Odată cu emergența pieței de tranzacționare AeRO în ultimii ani, în cadrul Bursei de Valori București, s-a putut observa, totuși, o creștere accelerată a numărului de societăți pe acțiuni care au înțeles să apeleze la mecanismele bursiere pentru a obține finanțare. O parte importantă a acestor nou veniți în ringul bursier au ales să emită obligațiuni corporative, care au fost admise la tranzacționare pe o piață reglementată (majoritatea în Sistemul Multilateral de Tranzacționare al BVB, mai puține și pe piața principală, la categoria Bonds). Am analizat în paginile lucrării cele mai reprezentative emisiuni de obligațiuni corporative realizate în ultimii ani pe piața de capital autohtonă, încercând să cuprindem în sfera analizei noastre societăți pe acțiuni care activează în domenii diferite, de la construcții, la IT, trecând prin agricultură, silvicultură și industria bancară.

Din păcate, o parte importantă dintre emitenții de obligațiuni corporative analizați, au întâmpinat dificultăți în derularea cu succes a împrumuturilor obligatare. Am observat, astfel, societăți care au întâmpinat dificultăți financiare care nu le-au permis plata cupoanelor de dobândă aferente obligațiunilor emise până la finalul duratei de viață a acestora și nici rambursarea după împlinirea datei de maturitate a acestora.

Acest fapt este de natură să ne indice, pe de o parte, că piața internă încă se dovedește imatură, emitenții nu respectă cu strictețe clauzele angajante din punct de vedere juridic pe care le includ în cuprinsul prospectelor de emisiune sau al memorandumurilor întocmite în vederea admiterii la tranzacționare pe o piață reglementată a obligațiunilor emise. Am observat, în acest sens, nerespectarea unor clauze privind interdicția de a plăti acționarilor dividende pe perioada în care se derulează împrumutul obligatar, probleme legate de raportarea netransparentă a unor aspecte semnificative cu privire la profitabilitatea actuală a afacerilor derulate, utilizarea unor garanții impropii pentru a garanta împrumutul obligatar (bilet la ordin neavalizat de către acționarul principal, dar prezentat investitorilor ca fiind avalizat de către acesta), nerespectarea strictă a destinației fondurilor atrase prin emisiunea de obligațiuni de către emitent, conform cuprinsului prospectului de emisiune sau al memorandumului, etc.

Imaturitatea se revelează și în cazul celorlalți participanți la procesul de emisiune și de derulare a împrumuturilor obligatare. Intermediarii care întocmesc prospectele de emisiune sau

memorandumurile în vederea admiterii la tranzacționare a obligațiunilor par, cel puțin o parte dintre ei, mai preocupați de reușita imediată a procesului și de obținerea comisionului, decât de credibilitatea pe care o generează pe termen lung investitorilor.

Investitorii, la rândul lor, se dovedesc imaturi atunci când aleg să creadă, fără să realizeze o analiză serioasă, proprie, a datelor financiare ale emitentului, informații prezentate selectiv în prospectele de emisiune sau în memorandumurile pentru admiterea la tranzacționare a obligațiunilor. Verificarea riguroasă a situației financiare a fiecărui emitent, dublată de înțelegerea tipului de afacere pe care acesta îl derulează, ar fi în măsură să reducă semnificativ riscurile unor investiții inoportune, unele chiar falimentare. Analiza strict din perspectiva ratei dobânzii atașate obligațiunilor este foarte periculoasă, deoarece, așa cum am văzut, există o relație de legătură direct proporțională între riscul de nerambursare a obligațiunilor la maturitate și nivelul de dobânda atașat acelei serii de emisiuni de obligațiuni.

Aceste aspecte tind să pună emisiunile de obligațiuni corporative realizate de societățile pe acțiuni autohtone într-o lumină nefavorabilă, deși, așa cum am observat, există un număr semnificativ de companii care au derulat cu succes astfel de mecanisme de împrumut. Poate că și percepția umană, care este în mod subiectiv mai profund marcată de nerealizări decât de reușite, tinde să rețină cu mai multă acuratețe episoadele dureroase decât pe cele care au avut o curgere naturală, firească. Un grad mai mare de vigilență din partea investitorilor, care ar trebui să consulte și specialiști (consultanți financiari și avocați specializați), înainte de a alege să subscrie sau să cumpere obligațiuni corporative ale diferiților emitenți, ar profesionaliza mai mult această piață, care nu este încă bine consolidată la nivel intern.

Am analizat, bineînțeles, în cuprinsul lucrării și aspectele de reglementare legate de împrumuturile obligate. Astfel, am încercat să identificăm participanții la această piață și rolul și atribuțiile fiecăruia dintre ei în cadrul emisiunilor de obligațiuni corporative, pornind de la adoptarea hotărârii societății pe acțiuni de a se finanța prin intermediul obligațiunilor corporative, trecând prin analiza competențelor adunării generale extraordinare a societății în acest sens, precum și posibilitatea de a delega o parte din prerogativele care nu sunt exclusiv de competența sa, către directorat sau consiliul de administrație al societății. Am înțeles, privind comparat situația din dreptul intern cu cea din dreptul francez, că este foarte important ca spațiul de manevră al organelor executive ale societății în ceea ce privește derularea împrumuturilor obligate să fie

unul cât mai amplu, pentru că, pe de parte, procedura de emisiune și de admitere la tranzacționare a obligațiunilor corporative se întinde pe o durată destul de lungă de timp, iar pe de altă parte, este mereu nevoie de o anumită flexibilitate din partea organelor societății, pentru a putea derula operațiunile de finanțare în cele mai rentabile condiții pentru emitent.

Am considerat, pornind de la modelul dreptului francez, că între emitentul obligațiunilor corporative și subscriber, respectiv orice deținător succesiv al obligațiunilor, se creează un veritabil contract de emisiune, generator de obligații specifice pentru fiecare parte cocontractantă. Am analizat care este momentul exact la care se formează valabil acest contract. Am văzut, în plus, că, pe lângă simpla obligație de a plăti dobânda la termenele agreeate în prospectul de emisiune, există o serie de obligații suplimentare ale emitentului față de deținătorii de obligațiuni pe toată durata de existență a împrumutului obligatar.

Am observat că obligațiunile corporative pot fi, cel puțin teoretic, și însoțite de diverse garanții reale. Pentru ca acestea să fie, însă, și eficiente cu adevărat, am putut identifica soluția din dreptul francez care presupune ca un singur reprezentant legal al întregii mase a obligatarilor îi reprezintă pe toți aceștia în relația cu emitentul, fiind autorizat să încheie toate actele juridice necesare înființării și conferirii caracterului opozabil tuturor acestor garanții, în special, în cazul împrumuturilor obligate garantate prin ipotecă ce poartă asupra unui bun imobil din patrimoniul emitentului.

Privit dintr-un cadru mai larg, am sesizat că protecția deținătorilor de obligațiuni, în cazul în care emitentul întâmpină dificultăți financiare și intră în insolvență, în unele cazuri cu perspectiva falimentului planând deasupra, este relativ redusă, aceștia fiind considerați, din punct de vedere al statutului juridic, niște simpli creditori chirografari ai societății, care se pot înscrie ca atare la masa credală, însă, cu perspective reduse de a-și mai putea satisface creanțele împotriva societății emitente. Acest aspect trebuie să reprezinte un semnal de alarmă în plus pentru investitori, în sensul de a verifica mult mai temeinic situația financiară, juridică, calitatea echipei de conducere, gradul de îndatorare total al emitentului, perspectivele pieței pe care acesta activează, înainte de a subscrie sau de a cumpăra de pe piață obligațiuni emise de acesta.

De asemenea, am analizat modalitățile de protecție ale deținătorilor de obligațiuni corporative din aceeași serie de emisiune prin raportare la deținători de obligațiuni din serii ulterioare de emisiune, în special prin inserarea clauzelor de tip *pari passu*.

Tot în aceeași sferă, putem încadra și discuția mai amplă despre inserarea unor clauze care să protejeze deținătorii de obligațiuni în cazul în care prospectul de emisiune permite răscumpărarea anticipată de către emitent a obligațiunilor dintr-o anumită serie de emisiune. Aici, am observat, că discuția se nuanțează mai mult în funcție de caracterul convertibil sau nu al obligațiunilor în acțiuni ale emitentului, efectele unei răscumpărări anticipate fiind ceva mai dificil de digerat, pentru un investitor, în cazul obligațiunilor convertibile. Oricum, de remarcat asupra acestui aspect, că piețele mature de obligațiuni, în special cea din Statele Unite ale Americii, pun un accent mult mai mare pe această caracteristică a lor, în timp ce, pe piața locală de capital, cvasitotalitatea emitenților inserează această opțiune de răscumpărare anticipată în prospectele lor de emisiune de obligațiuni, fără ca acest aspect să fie analizat critic, în mod suficient, de către cei care aleg să subscrie obligațiunile și fără ca aceștia să solicite emitenților inserarea unor mecanisme de compensare a deținătorilor de obligațiuni în cazul în care emitentul alege să răscumpere anticipat obligațiunile.

Interesele obligatarilor pot fi cel mai bine reprezentate atunci când aceștia aleg să se grupeze în cadrul unor mase ale obligatarilor. Dreptul francez este mai evoluat în această direcție, obligarii adoptând hotărâri semnificative pentru viața economică a societății emitente, în cadrul adunărilor generale ale obligatarilor din fiecare masă de obligatari.

Ne-am preocupat, în cadrul lucrării, să tratăm în mod distinct, dar și din manieră comparativă, acolo unde am considerat util, categoria obligațiunilor obișnuite, neconvertibile în acțiuni ale emitentului, respectiv această categorie specială a obligațiunilor convertibile în acțiuni ale emitentului. Am conferit o atenție sporită mecanismului prin care operează, în concret, conversia obligațiunilor în acțiuni ale emitentului. Am observat, astfel, cum majorarea capitalului social al unei societăți pe acțiuni prin conversia unor creanțe a suscitat discuții în contradictoriu cu privire la modalitatea juridică prin care se realizează, atât în doctrina română de drept comercial, cât și în practica judiciară autohtonă, și cum intervenția ulterioară a legiuitorului a încercat să facă lumină asupra acestui aspect.

Am încercat, în egală măsură, să privim spre avantajele pe care le oferă emisiunea obligațiunilor convertibile în acțiuni ale emitentului, atât în privința emitentului, dar și în privința deținătorului acestor obligațiuni convertibile. Cu titlu de concluzie finală asupra temei, credem că emisiunea de obligațiuni corporative convertibile în acțiuni va deveni și mai rentabilă pentru investitori în măsura în care impozitele directe pe veniturile din investiții vor crește în viitor, deci probabil mecanismul va deveni mai larg utilizat.

Cu privire la protecția oferită deținătorilor de obligațiuni, am observat că sistemul românesc oferă anumite modalități de realizare a acesteia, însă organizarea deținătorilor de obligațiuni într-o masă compactă puternică, așa cum se întâmplă în dreptul francez, nu este la fel de eficientă și de larg răspândită.

Am încercat, în analiza noastră, să privim emisiunile de obligațiuni dintr-o manieră comparativă, analizând cerințele legislative necesare a fi îndeplinite pentru derularea împrumuturilor obligate în dreptul intern, cu cerințele legislative specifice din alte jurisdicții cu tradiție mai lungă în această materie, în special Franța, dar și Statele Unite ale Americii.

Suplimentar, utilizând jurisprudență franceză, am reușit, considerăm noi, să anticipăm anumite problematice care încă nu s-au ridicat în dreptul intern, dar care au potențialul de a fi deduse judecății instanțelor naționale în viitorul nu foarte îndepărtat. Printre aceste problematice, tranșate de instanțele franceze, s-a numărat, așa cum am văzut, cea referitoare la momentul la care se consideră valabil încheiat contractul dintre emitentul obligațiunilor și subscritor, caracterul definitiv al subscripției obligațiunilor în cadrul unei oferte publice de subscriere, fiabilitatea mecanismului de alocare *pro-rata* a obligațiunilor în cazul unei supra-subscrieri, încheierea anticipată a unei oferte publice de subscriere de obligațiuni.

Ghidându-ne tot după practica instanțelor franceze, am analizat problema reducerii capitalului social în cazul unei societăți ale cărei active nete sunt zero sau negative și care a emis și obligațiuni convertibile, aflate în circulație, adică o operațiune de tip acordeon. Dreptul francez a conservat, așa cum am văzut, o mare putere de decizie, în aceste cazuri, reprezentanților masei obligatarilor, salvagardând drepturile deținătorilor de obligațiuni convertibile.

De fapt, prin impunerea formării masei obligatarilor care dețin toate obligațiunile din aceeași serie, dreptul francez este mai categoric decât dreptul românesc, unde chiar dacă, în linii

generale, există aceleași tipuri de organizare a deținătorilor de obligațiuni, în practică, gradul de coeziune și de coerență în acțiune al diferiților deținători de obligațiuni corporative nu este la fel de ridicat. Participarea deținătorilor de obligațiuni la deciziile societății emitente, de fapt la viața economică a acesteia, este mai activă în cazul în care aceștia sunt organizați instituțional în cadrul unei mase a obligatarilor. Reversul medaliei, dacă urmărim modelul francez al masei obligatarilor, este acela că, privit individual, din punct de vedere procesual, un deținător de obligațiuni nu are calitatea de a putea promova o serie de acțiuni în instanță în mod direct, ci doar prin intermediul reprezentantului masei obligatarilor.

Situația juridică a deținătorului de obligațiuni convertibile, înainte de data de maturitate a acestora a fost, de asemenea, un subiect pe care l-am tratat, în primul rând, prin referire la jurisprudența instanțelor franceze. Am putut, astfel, constata, că un deținător al obligațiunilor convertibile nu trebuie tratat, din punct de vedere juridic, strict ca un simplu creditor chirografar al societății, el având posibilitatea, ca prin intermediul masei obligatarilor, să joace un rol activ în deciziile de afaceri ale societății. Această situație îl apropie, cumva, de situația juridică a unui acționar, dar fără a i se putea conferi totuși drepturile specifice unui acționar al societății, înainte de momentul conversiei obligațiunilor în acțiuni ale societății emitente.

Am imprimat lucrării și un pronunțat caracter aplicat, prin analiza unui număr semnificativ de emitenți care au emis atât obligațiuni neconvertibile, cât și puținii emitenți de pe piața locală care au emis serii de obligațiuni convertibile în acțiuni ale emitentului. Prin analiza detaliată a prospectelor de emisiune ale fiecăreia dintre seriile de obligațiuni alese, considerăm că am reușit să acoperim situația societăților care activează în mai multe domenii relevante, de la IT la construcții, trecând prin agricultură, banking, comerț cu bunuri de larg consum. Chiar dacă procesul ar fi putut să pară relativ arid pentru un jurist, era absolut necesar pentru a putea verifica maniera în care au înțeles societățile pe acțiuni din țară să lanseze ofertele de emisiune către potențialii investitori.

Concluziile pe care le-am putut trage în urma procesului de analiză al acestor prospecte de emisiune de obligațiuni corporative sau memorandumuri în vederea admiterii la tranzacționare pe o piață reglementată, considerăm că sunt în măsură să ne ofere o imagine de ansamblu suficient de exactă asupra peisajului autohton al pieței obligațiunilor corporative de la acest moment istoric.

Am încercat să vedem, totodată, cum evoluția tehnologică a schimbat structura clasică a categoriilor de investitori. Odată cu emergența platformelor de tranzacționare online a instrumentelor financiare, un număr mult mai mare de investitori persoane fizice au început să tranzacționeze pe piețele de valori. În același timp, fondurile pilonului II de pensii administrate privat, ca și alte fonduri de pensii facultative, au colectat sume din ce în ce mai mari, având un disponibil spre a investi, inclusiv în obligațiuni corporative, mult mai ridicat. Acest trend se va menține în viitorul apropiat, tocmai de aceea, necesitatea diversificării investițiilor, atât în ceea ce privește clasa de instrumente financiare alese, cât și piețele unde acești administratori de fonduri vor putea investi, este de așteptat să devină mai acută.

Un capitol distinct al lucrării am înțeles să îl dedicăm obligațiunilor verzi. Așa cum am văzut, ambiția Uniunii Europene de a renunța la tehnologiile tradiționale poluante și de a le înlocui cu unele noi, mult mai prietenoase cu mediul, a condus la adoptarea celebrului program politic și economic intitulat *Green Deal*. Controversat, criticat de o parte a scenei politice ca fiind mai degrabă un program ideologic decât unul economic real, bazat pe realități economice, *Green Deal* își continuă, totuși, parcursul. Parte din acest parcurs presupune și prioritizarea finanțării investițiilor cu impact pozitiv asupra mediului înconjurător, prin intermediul emisiunii de obligațiuni verzi. Lipsa unor criterii clare de calificare, dar mai ales lipsa unor sancțiuni sau a unor bonificații reale atașate aderării la aceste criterii, face ca, deocamdată, discuția cu privire la acest tip de obligațiuni să pară una mai degrabă din sfera dezideratelor, iar din punct de vedere al normei juridice, mai mult din zona de *soft regulations*.

Stabilirea unor criterii clare pentru a putea identifica într-un mod cât mai obiectiv și mai simplu investițiile care sunt susceptibile de a fi finanțate prin intermediul emisiunilor de obligațiuni verzi este esențială, ca prim pas. Altfel, dacă din dorința de a le impulsiona, se stabilește, de exemplu, un regim fiscal preferențial în cazul obligațiunilor verzi, tentația de a eluda normele, de a frauda, va fi puternică și e posibil ca, în realitate, să nu asistăm la un progres real al tehnologiilor finanțate în acest mod. Am observat, în capitolul dedicat obligațiunilor verzi, situația acestui tip de obligațiuni în Republica Populară Chineză, unde, pentru o perioadă de timp, a existat un cadru normativ neclar, ba chiar contradictoriu, ceea ce a permis finanțarea unor proiecte care pentru niciun observator obiectiv nu puteau fi considerate prietenoase cu mediul, prin intermediul unor obligațiuni catalogate ca fiind verzi.

Am observat cum întregul proiect *Green Deal* a împărțit, din punct de vedere ideologic, taberele politice, atât în Europa, cât și în Statele Unite ale Americii. În termeni generali, în Europa, partidele suveraniste și cele conservatoare aduc în discuție o pierdere a competitivității economiei europene din cauza normelor excesive de decarbonizare și de restabilire a unor ecosisteme, prin renunțarea la folosirea combustibililor fosili. Partidele politice *main stream*, afiliate popularilor europeni, social-democraților și cele liberale, susțin, în majoritatea cazurilor, proiectul *Green Deal*, iar partidele ecologiste sau cele radicale de stânga tind să supraliciteze, într-un mod excesiv, tema.

În Statele Unite ale Americii, la prima vedere, taberele par mai puțin pestrițe, în sensul în care, în linii generale, democrații susțin cu mai multă vehemență necesitatea implementării unor proiecte de tranziție energetică și de politici verzi, în timp ce republicanii, tind să se manifeste mai conservator pe această temă și având tendința de a prioritiza dimensiunea economică a fenomenului, în fața dimensiunii ecologice a acesteia. Abordarea este rațională, întrucât, pentru a reuși și a fi dorită de majoritatea populației, orice revoluție, chiar și una verde, trebuie să poată aduce populației beneficii reale, nu doar costuri suplimentare și rezultate incerte.

Pentru România, este important să continue dezvoltarea sa economică, creșterea anuală a PIB-ului la un nivel cel puțin dublu față de creșterea medie a Zonei Euro, pentru a putea să recupereze în integralitate și într-un orizont de timp acceptabil, decalajele de dezvoltare economică istorice. Reținem, ca și concluzii finale, că un rol central în acest proces de convergență economică îl joacă societățile de talie mare, care sunt, cel mai frecvent, organizate sub forma juridică a societăților pe acțiuni deschise. Aceste societăți pe acțiuni deschise, pentru a putea să își asigure necesarul de finanțare pentru dezvoltarea proiectelor mari în care sunt angrenate, vor apela din ce în ce mai frecvent la finanțări realizate prin intermediul pieței de capital.

Dintre toate variantele de finanțare ale societăților pe acțiuni prin intermediul piețelor de capital, finanțarea prin emisiunea de obligațiuni corporative rămâne una dintre cele mai fiabile, simple și fezabile variante pentru a putea atrage sume semnificative din partea investitorilor. Prezentând, așa cum am văzut, avantaje certe și pentru investitori, avem convingerea că evoluția viitoare a pieței locale a obligațiunilor corporative va fi una pozitivă, cu un număr în creștere de emitenți, un număr în creștere de investitori și un volum total al împrumuturilor obligatare mult

mai mare decât în trecut. Desigur, anumite aspecte se cer a fi corectate, în ceea ce privește conduita emitenților și a celorlalți participanți la emisiunea și derularea împrumuturilor obligatare.

Creșterea pieței locale a obligațiunilor va continua pe două paliere: primul, reprezentat de marile companii listate, care activează în special în domeniul energiei, dar și bănci comerciale, care vor avea nevoie de capital suplimentar pentru a-și putea derula un program de investiții ambițios și care vor emite serii foarte consistente de obligațiuni corporative, iar cel de-al doilea palier, reprezentat de societăți pe acțiuni cu o capitalizare mai mică, care s-au listat în ultimii ani pe segmentul AeRO al bursei de valori locale și care vor continua să caute să se finanțeze prin intermediul acestui mecanism, în expansiunea lor accelerată. Aceste din urmă societăți probabil că vor continua să ofere investitorilor dobânzi mari asociate obligațiunilor emise, însă cu riscurile aferente unui business aflat într-o etapă mai puțin matură.

Pentru a continua să se dezvolte, fie că ne place sau nu, orice stat și orice companie are nevoie și de finanțare din exterior. Alegerea unor opțiuni de finanțare optime, care să asigure o dezvoltare accelerată, dar care să se dovedească relativ ușor suportabilă și pentru beneficiarul ei, va rămâne o chestiune de primă importanță în perioada următoare.