

# Noua legislație aplicabilă pieței de capital din România

Lect. univ. dr. Paul Miclăuș  
REI – ASE, București

*Nu mai este o noutate faptul că la mijlocul anului trecut (2002) a avut loc o amplă reformă a întregului cadru normativ aplicabil pieței de capital<sup>1</sup> din România, moment de la care s-a început și redactarea unei noi legislații secundare<sup>2</sup> în aplicarea acesteia, astfel încât să răspundă exigențelor actuale ale pieței.*

*În cadrul Documentului de poziție al României, Capitolul nr. 3: Libera circulație a serviciilor, CNVM<sup>3</sup> s-a angajat ca, până la data aderării, să implementeze în legislația și reglementările naționale prevederile directivelor și recomandărilor comunitare referitoare la piața de capital; este vorba, în special, de Directivele 77/534/EEC, 34/2001/EEC, 89/298/EEC, 89/592/EEC, 85/611/EEC, 93/22/EEC, 93/6/EEC, 97/9/EEC. Având în vedere stadiul de dezvoltare a pieței de capital românești (societățile de servicii de investiții financiare nu au încă posibilitatea să contribuie cu suma de 20.000 EURO – așa cum prevede legislația comunitară – la constituirea fondului de compensare a investitorilor, într-o perioadă scurtă de timp), pentru transpunerea prevederilor Directivei 97/9/EEC s-a solicitat, și s-a obținut, o perioadă de tranziție de 5 ani, respectiv până la sfârșitul anului 2011.*

*Luând în considerare evoluția piețelor de capital din România, necesitatea de a întări cadrul legal pentru acest sector, prin armonizarea acestuia cu directivele UE, a fost subliniată în mod constant în rapoartele anuale ale Comisiei Europene. În acest sens, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare a fost inițiatorul de facto a acestui proces de revizuire legislativă, care s-a concretizat în elaborarea celor patru acte normative, adoptate, inițial, în regim de urgență de către Guvernul României (ca Ordonanțe de urgență ale Guvernului) și, mai apoi, promovate ca legi de către*

<sup>1</sup> ne referim aici, în principal, la 1) Legea nr. 52/1994, privind valorile mobiliare și bursele de valori, 2) Legea nr. 83/1994 de aprobare a OG nr. 24/1993, privind reglementarea constituirii și funcționării fondurilor deschise de investiții și a societăților de investiții ca instituții de intermediere financiară, 3) OG nr. 20/1998, privind constituirea și funcționarea fondurilor cu capital de risc și 4) Legea nr. 129/2000 pentru aprobarea OG nr. 69/1997, privind bursele de mărfuri, care au fost înlocuite prin adoptarea, în iunie-iulie 2002, a unui pachet de patru legi, respectiv: 1) Legea nr. 514 din 12 iulie 2002 pentru aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 25/2002, privind aprobarea Statutului Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare; 2) Legea nr. 525 din 17 iulie 2002 pentru aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 28/2002, privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate; 3) Legea nr. 513 din 12 iulie 2002 pentru aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 26/2002, privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare; 4) Legea nr. 512 din 12 iulie 2002 pentru aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului nr. 27/2002, privind piețele reglementate de mărfuri și instrumente financiare derivate.

<sup>2</sup> regulamente, instrucțiuni, norme, proceduri etc.

<sup>3</sup> Comisia Națională a Valorilor Mobiliare.

Parlament.

*Prin aceste acte normative, CNVM a urmărit actualizarea legislației existente prin prisma armonizării cu normele Uniunii Europene, precum și o evoluție și o reformare a concepției prezente asupra pieței de capital și a instituțiilor acesteia. Totodată, a fost urmărită îndeaproape și îndeplinirea angajamentelor și termenelor asumate de România prin Capitolul nr. 4 al Documentului de poziție, "Libera circulație a capitalurilor".*

Aplicarea în condiții optime a legilor și reglementărilor pieței de capital impune existența unui organism autonom care să aibă drept principale sarcini reglementarea, supravegherea și controlul pieței de capital. După analize atente ale modului în care acest aspect este reglementat pe plan internațional, în special în țări membre ale UE (s-au avut în vedere, în special, situațiile din Franța, Italia, Regatul Unit al Marii Britanii, Portugalia, Grecia și Germania), precum și ale prevederilor legislației comunitare aplicabile, s-a optat pentru o autoritate distinctă a pieței de capital din România<sup>1</sup>. Conform prevederilor art.1 din **Legea nr. 514/2002 pentru aprobarea OUG nr. 25/2002, privind aprobarea Statutului Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare**, "(1) Comisia Națională a Valorilor Mobiliare [...] este o autoritate administrativă autonomă cu personalitate juridică. (2) C.N.V.M. reglementează și supraveghează piața de capital, piețele reglementate de mărfuri și instrumente financiare derivate, precum și instituțiile și operațiunile specifice acestora. (3) C.N.V.M. este subordonată

<sup>1</sup> în urma analizei, s-a constatat faptul că, pe plan internațional, există mai multe modalități prin care se realizează reglementarea, supravegherea și controlul pieței de capital; astfel, acestea pot fi îndeplinite de o autoritate unică a piețelor financiare (cazul *Financial Services Authority* din Marea Britanie sau cel al Germaniei), de două sau mai multe entități care își împart responsabilitățile și conlucrează între ele, având atribuții distincte (cum sunt CONSOB și Banca d'Italia), de două sau mai multe autorități care administrează, fiecare, segmente diferite ale pieței (exemplul SUA), de două sau mai multe organisme ale pieței financiare, dar care au rol diferit (cazul Franței) etc.

Parlamentului și prezintă rapoarte acestuia prin comisiile pentru buget, finanțe și bănci ale celor două Camere, Comisia economică a Senatului și Comisia pentru politică economică, reformă și privatizare a Camerei Deputaților. (4) Autoritatea C.N.V.M. se exercită pe întregul teritoriu al României. [...] ", iar art. 2 statutează că: "(1) C.N.V.M. este compusă din 7 membri, dintre care un președinte, 2 vicepreședinți și 4 comisari. Numirea și revocarea acestora se fac de către Parlament în ședința comună a celor două Camere. (2) Numirea membrilor C.N.V.M., cu nominalizarea funcțiilor, se face la propunerea comună a comisiilor pentru buget, finanțe și bănci ale celor două Camere, a Comisiei economice a Senatului și a Comisiei pentru politică economică, reformă și privatizare a Camerei Deputaților. [...]". Acestea, precum și alte prevederi din Statut, sunt de natură a asigura CNVM întărirea autonomiei și independenței financiare și funcționale necesare îndeplinirii funcției sale administrative, precum și sporirea atributului său de control, prevăzute de legislația comunitară și, în același timp, de normele Organizației Internaționale a Comisiilor de Valori Mobiliare (IOSCO<sup>2</sup>).

Principalele sarcini și atribuții ale CNVM, conform prevederilor art. 2 din Statut, sunt:

- stabilirea și menținerea cadrului necesar dezvoltării piețelor reglementate<sup>3</sup>;

<sup>2</sup> *International Organization of Securities Commissions* (în engl.).

<sup>3</sup> conform Legii nr. 535/2002, art. 2, alin. (1), 30.: "piață reglementată - piață pentru valori mobiliare și alte instrumente financiare, care: a) funcționează

- promovarea încrederii în piețele reglementate și în investițiile în instrumente financiare;
- asigurarea protecției operatorilor și investitorilor contra practicilor neloiale, abuzive și frauduloase;
- promovarea funcționării corecte și transparente a piețelor reglementate;
- prevenirea fraudei, a manipulării pieței și asigurarea integrității piețelor reglementate;
- stabilirea standardelor de soliditate financiară și de practică onestă pe piețele reglementate;
- adoptarea măsurilor necesare pentru evitarea apariției riscului sistemic pe piețele reglementate;
- prevenirea afectării egalității de informare și tratament a investitorilor, sau a intereselor acestora.

Dacă în ceea ce privește codul de conduită ce trebuie respectat în efectuarea tranzacțiilor cu valori mobiliare, prevederile Recomandării Comisiei 77/534/CEE erau transpuse, într-o bună măsură, în legislația românească, prin completările și reformulările propuse, **Legea nr. 525/2002 pentru aprobarea OUG nr. 28/2002 privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate** realizează progrese importante referitoare la listarea la bursă, ofertele publice, cerințele de informare continuă, sistemele de compensare a investitorilor, serviciile de investiții, adecvarea capitalului și manipularea pieței etc., prin modul de reglementare, în principal, a următoarelor aspecte:

---

*regulat și operează în mod ordonat; b) respectă regulile emise sau autorizate de C.N.V.M., care definesc condițiile de acces pe piață, de operare și de admitere la cota oficială a anumitor valori mobiliare sau a altor instrumente financiare; c) respectă cerințe de raportare și transparență în vederea asigurării protecției investitorilor;*"

- posibilitatea organizării și a altor piețe reglementate, sub formă de societăți pe acțiuni, spre deosebire de Bursa de Valori București (BVB), în cazul căreia s-a optat pentru menținerea caracterului de instituție publică<sup>4</sup>;
- diversificarea tranzacțiilor prin introducerea tranzacțiilor în marjă și a celor în lipsă;
- posibilitatea tranzacționării instrumentelor financiare derivate și la BVB;
- introducerea posibilității tranzacționării drepturilor de preferință;
- înființarea fondului de compensare a investitorilor<sup>5</sup>;
- protecția investitorilor;
- încriminarea tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate;
- reguli speciale pentru derularea ofertelor de preluare a unor societăți deținute public.

În vederea armonizării cu Directiva 93/22/EEC, referitoare la serviciile de investiții în domeniul valorilor mobiliare, în lege s-au introdus numeroase concepte și

---

<sup>4</sup> art. 6, alin. (1) din legea 525/2002: "*Piețele reglementate sub formă de burse de valori se înființează și funcționează ca instituții de interes public, cu personalitate juridică, prin decizia de înființare și autorizația de funcționare emise de C.N.V.M.*", iar art. 27, alin (1), al aceleiași legi, statuează: "*Piețele reglementate, altele decât bursele de valori, se înființează exclusiv ca societăți pe acțiuni. [...]*".

<sup>5</sup> Legea nr. 525/2002 pentru aprobarea OUG nr. 28/2002 privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate cuprinde o secțiune referitoare la "Fondul de compensare a investitorilor" (Cap. 4, art. 140 și urm.), prin care se stabilește obligativitatea înființării fondului de compensare a investitorilor care urmează să asigure, conform prevederilor Directivei 97/9/EEC, despăgubirea investitorilor în limita unui anumit plafon, în situația incapacității societății de investiții financiare de a returna fondurile bănești și instrumentele financiare datorate, sau aparținând investitorilor și care au fost administrate în numele lor, în legătură cu servicii de investiții financiare.

instituții noi, în raport cu cadrul legislativ anterior, și s-au adus completări unor noțiuni sau instituții precum: “piață reglementată”, “societăți de servicii de investiții financiare”, “servicii de investiții financiare”, “instrumente financiare”, “valori mobiliare” etc. De asemenea, a fost inclusă în lege o secțiune privitoare la societățile de servicii de investiții financiare cu sediul în alt stat, care dă posibilitatea, în condiții specificate, societăților de servicii de investiții financiare înregistrate în alt stat să presteze servicii de investiții financiare pe teritoriul României, prin sucursale sau în mod direct.

În ceea ce privește Directiva 93/6/EEC, referitoare la adecvarea capitalului firmelor de investiții (CAD<sup>6</sup>), deși au fost introduse prevederi de principiu, detalierea regulilor referitoare la transpunerea acestui mecanism, respectiv stabilirea plafonului minim, obligații de raportare lunară pentru societățile de servicii de investiții financiare, detalierea aspectelor legate de diferențierea pe categorii de risc, precum și modul de calcul în funcție de operațiuni, etc.) vor fi realizate prin legislația secundară.

Armonizarea cu prevederile Directivei 89/592/EEC s-a urmărit prin introducerea secțiunii “Interzicerea manipulării pieței și a tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate<sup>7</sup>”. Prin prevederile propuse s-a urmărit armonizarea cu legislația comunitară atât în ceea ce privește modul de definire a unor noțiuni, cât și reglementarea activității unor instituții.

Principala normă comunitară avută în vedere la redactarea **Legii nr. 513/2002 pentru aprobarea OUG nr. 26/2002 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare** este Directiva 85/611/EEC, care conține prevederi referitoare la organismele de plasament colectiv în valori

mobiliare (OPCVM<sup>8</sup>), condițiile de calificare, de înființare și de funcționare a acestora, precum și cele privind depozitarul și societatea de administrare. Principalele elemente de noutate aduse de lege sunt:

- distincția clară între organismele de plasament colectiv în valori mobiliare, așa cum sunt definite în Directiva privind UCITS și alte organisme de plasament colectiv;
- tratarea organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare ca investitori instituționali, a căror activitate constă în realizarea de plasamente în valori mobiliare, lor nefiindu-le permis, prin limitarea deținerilor, prevăzute la articolele 19 – 25 din Directiva privind UCITS, să atingă un asemenea nivel al deținerii care să facă posibilă intervenția directă în administrarea societăților comerciale (i.e. numirea administratorilor, a cenzorilor etc.);
- definirea unor noțiuni precum: “control direct”, “control indirect”, “grup financiar” etc.;
- măsuri suplimentare de administrare prudențială a riscului de portofoliu, prin stabilirea unor reguli, limitări și interdicții de operare;
- creșterea răspunderii societății de administrare a investițiilor față de investitori, prin tratarea prospectului de emisiune, însoțit și semnat de fiecare investitor, ca fiind un contract;
- limitarea autorizării în calitate de depozitar doar la societățile bancare, precum și întărirea rolului și răspunderilor acestuia;
- obligații de transparență, de informare și raportare;
- întărirea supravegherii.

În conformitate cu prevederile Directivei 2001/107/EC, care modifică Directiva privind UCITS, în lege au fost introduse reglementări privind administrarea de către societățile de administrare a investițiilor și a

<sup>6</sup> *Capital Adequacy Directive* (în engl.).

<sup>7</sup> *insider dealing* (în engl.).

<sup>8</sup> *UCITS* (în engl.).

conturilor individuale de investiții sau de plasament ale persoanelor fizice sau juridice, precum și posibilitatea administrării oricărui tip de organism de plasament colectiv.

Unele aspecte privind autoritățile însărcinate cu supravegherea și autorizarea entităților ce operează pe piețele reglementate (Directiva 93/22/EEC), stabilirea unor standarde comune de etică comportamentală în vederea asigurării unei funcționări corecte a pieței de capital (Directiva 77/534/EEC), reguli ce privesc compensarea, reducerea riscului sistemic și procedurile de insolvență (Directiva 98/26/EEC), respectiv asigurarea riscului de sistem și protejarea investițiilor prin înființarea unor fonduri de compensare, creșterea lichidității și atractivității prin introducerea instrumentelor financiare derivate și a operațiunilor cu acestea etc. au fost preluate și în **Legea nr. 512/2002 pentru aprobarea OUG nr. 27/2002 privind piețele reglementate de mărfuri și instrumente financiare derivate.**

Considerăm important de precizat faptul că, potrivit prevederilor Ordonanței Guvernului nr. 61/2001, care modifică și completează Legea nr. 82/1991 a contabilității, CNVM elaborează reglementările contabile pentru instituțiile care operează pe piața de capital<sup>9</sup>, armonizate cu prevederile Directivei a IV-a și cu Standardele Internaționale de Contabilitate (IAS<sup>10</sup>).

Vom face, în cele ce urmează, o prezentare succintă a conținutului și principiilor celor patru legi conținute de pachetul legislativ la care ne-am referit.

<sup>9</sup> vezi Ordinul nr.1.742/106 din 2002 al Ministrului finanțelor publice și al Președintelui Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare privind aprobarea Reglementărilor contabile armonizate cu Directiva a IV-a a Comunităților Economice Europene și cu Standardele Internaționale de Contabilitate aplicabile instituțiilor reglementate și supravegheate de Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, publicat în M. Of. nr. 947/23 decembrie 2002.

<sup>10</sup> *International Accounting Standards* (în engl.).

Elaborat pe baza analizei acestui sector, Raportul din octombrie 2000<sup>11</sup> al consultanților angajați în cadrul programului de asistență tehnică al Băncii Mondiale pentru Comisia Națională a Valorilor Mobiliare a arătat dimensiunile fenomenelor specifice pieței de capital din România și a sugerat o amplă revizuire a legislației aplicabile.

Proiectul de asistență tehnică, finanțat din resurse alocate de Guvernul României prin Împrumutul Băncii Mondiale pentru Proiectul de Dezvoltare Instituțională a Sectorului Privat, a urmărit să susțină Comisia Națională a Valorilor Mobiliare în eforturile de a face față acestei provocări, identificată ca prioritate și în PNAR, prin care CNVM s-a angajat să elaboreze proiectul pentru o nouă legislație și să o prezinte Parlamentului până la 1 octombrie 2001. Proiectul de asistență tehnică s-a concretizat în redactarea a două rapoarte, respectiv Raportul Băncii Mondiale din iulie 2001 și unul în 7 septembrie 2001.

La baza pachetului legislativ, următoarele principii au fost luate în considerare:

- necesitatea delimitării și completării regimului juridic al CNVM, ca instituție centrală, autonomă, de reglementare și supraveghere a piețelor de capital și burselor de mărfuri și o mai bună precizare a atribuțiilor și rolului acesteia;
- creșterea eficienței CNVM în aplicarea și supravegherea respectării legii;
- asigurarea reducerii riscului de sistem și a unei protecții moderne și eficiente a investitorilor, inclusiv prin înființarea unui fond de compensare;
- asigurarea unei lichidități și atractivități mai mari a piețelor reglementate, prin introducerea unor noi instrumente

<sup>11</sup> *World Bank Technical Assistance for the Government of Romania on Strengthening of Consolidated Supervision, the National Securities Commission and Regulation and Supervision of Investment Funds* (October 26, 2000).

financiare și a operațiunilor cu instrumente financiare derivate;

- reformarea legislației prin prisma experienței acumulate ca urmare a evoluției pieței de capital românești în intervalul 1994-2002;
- armonizarea cadrului legislativ românesc cu standardele internaționale și, mai ales, cu legislația comunitară dar, în același timp, o armonizare internă a cadrului legislativ propus.

Pe lângă cele de mai sus, la fundamentarea elaborării acestor legi s-au aflat studii cu privire la statutele și regimul juridic ale altor entități cu putere de reglementare, supraveghere și control, din străinătate (au fost analizate jurisdicțiile italiană, portugheză, franceză, belgiană, engleză etc.) sau din România (Banca Națională a României, Comisia de Supraveghere a Asigurărilor și Consiliul Concurenței).

Consultarea prevederilor din unele țări comunitare, cu practică dezvoltată în domeniu, prezintă avantajul preluării unor instituții juridice care sunt deja armonizate cu directivele Uniunii Europene. Astfel, din legea portugheză, respectiv **Codul Valorilor Mobiliare**, așa cum a fost modificată la 1 martie 2000, au fost analizate la nivel de concept sau normă prevederile referitoare la tranzacțiile în marjă, la oferta publică de cumpărare, cât și prevederi referitoare la protecția investitorilor, cu atenție specială asupra transparenței pieței, manipulării pieței și fondului de garantare. Legea italiană, respectiv **Decretul nr. 58 din 24 februarie 1998 privind intermedierea financiară, potrivit articolelor 8 și 21 din Legea nr. 52 din 6 februarie 1996**, a constituit una din sursele de inspirație pentru dispozițiile referitoare la retragerea obligatorie de pe piețele reglementate<sup>12</sup>. De asemenea, au fost preluate unele dispoziții referitoare la manipularea prețului, tranzacționarea pe bază de informații confidențiale sau privilegiate și

serviciile de investiții financiare. Legea franceză, respectiv **Codul monetar financiar francez**, a constituit o sursă pentru dispozițiile privitoare la: regulile generale pentru societăți deținute public, rapoartele obligatorii, operațiunile pe piețe reglementate, cât și regulile de transparență. Legea britanică, atât **Financial Services and Markets Act 2000**, precum și **City Code for Takeovers and Mergers** au constituit un model pentru definirea unor concepte ale pieței și pentru reflectarea unor instituții și operațiuni specifice.

Mai dorim să facem precizarea că CNVM nu a redactat legile în mod independent. La inițiativa sa și a Comisiei pentru buget finanțe a Senatului, au fost create două grupuri de lucru, formate din instituții ale pieței de capital, reprezentanți ai presei de specialitate, reprezentanți ai diverselor categorii de investitori etc., care au avut întâlniri periodice cu echipele CNVM și au condus la redactarea unor întregi secțiuni din aceste legi. De asemenea, modernizarea legislației pieței de capital românești a fost urmărită cu real interes de specialiștii financiari care lucrează pe piețele internaționale. Acest interes a fost concretizat prin sugestii și comentarii, atât la nivel de principiu, cât și la nivel de text.

## **1. Legea nr. 514 din 12 iulie 2002 pentru aprobarea ordonanței de urgență a guvernului nr. 25/2002 privind aprobarea statutului comisiei naționale a valorilor mobiliare**

În ceea ce privește statutul legal al CNVM, a fost menținut statutul de autoritate administrativă autonomă prevăzut în vechea lege a valorilor mobiliare. Aceasta este cea mai adecvată formă de organizare pentru a asigura că entitățile cu putere de reglementare sunt mai puțin influențate de schimbările politice, astfel încât a fost adoptată și pentru celelalte entități cu putere de reglementare. Atât legea societăților de asigurări, cât și legea concurenței prevăd expres că CSA, respectiv Consiliul

<sup>12</sup> *squeeze-out* (în engl.).

Concurenței, sunt autorități administrative autonome. Pentru a sublinia caracterul autonom al CNVM, a fost introdusă o prevedere adițională, care indică expres că CNVM este subordonată numai Parlamentului și raportează prin Comisii Permanente ale Senatului și Camerei Deputaților. La redactare s-a avut în vedere principiul IOSCO nr. 2, care prevede că trebuie asigurată independența deplină a reglementatorului pieței de capital, atât din punct de vedere financiar, cât și, mai ales, din punct de vedere operațional, în exercițiul atribuțiilor și prerogativelor sale.

Referitor la atribuțiile CNVM, la redactarea acestora s-au avut în vedere recomandările Băncii Mondiale, reglementarea existentă în legea anterioară a valorilor mobiliare, cât și principiul IOSCO nr. 1, care arată necesitatea de a stabili, în mod clar și obiectiv, responsabilitățile reglementatorului.

Numirea membrilor CNVM de către Parlament este o metodă frecvent utilizată în scopul asigurării autonomiei entităților cu putere de reglementare (după cum se cunoaște, acest mecanism este prevăzut și în cazul BNR și CSA). Ca și în cazul acestor autorități, numirea se face cu nominalizarea funcțiilor. În ceea ce privește creșterea numărului de membri de la cinci (cum era prevăzut în vechea legislație) la șapte, aceasta este o modificare cerută de noile atribuții, introduse prin legea burselor de mărfuri, acestea trecând sub autoritatea CNVM. De asemenea, tot în aplicarea principiului IOSCO nr. 2, menționat mai sus, s-a stabilit că CNVM este un organism de conducere colegială. Urmând regula în materie de autorități publice a căror voință este exprimată de organe colegiale, membrii CNVM răspund în mod solidar. Urmând modelul de reglementare adoptat pentru celelalte autorități publice autonome, membrii CNVM, deși nu în mod explicit (prin textul legii), ci implicit (prin procedura de numire), sunt demnitari de stat și beneficiază de toată autoritatea

corespunzătoare acestei calități. Pentru evitarea unor eventuale abuzuri, și în sensul principiilor IOSCO de întărire a autorității, independenței și prestigiului reglementatorului pieței de capital, orice măsura privativă de libertate adoptată împotriva membrilor CNVM este comunicată, în prealabil, Parlamentului.

În reglementarea duratei mandatului și a posibilității de reinvestire s-a urmat<sup>13</sup> modelul adoptat pentru alte autorități publice autonome din România. Incompatibilitățile și cazurile de încetare a mandatului au fost preluate din vechea legea a valorilor mobiliare, fiind similare cu cele existente în cazul altor autorități ale pieței financiare și reflectând, în mod adecvat, poziția CNVM și cerințele de independență pentru membrii săi, precum și exigențele rezultând din principiile IOSCO nr. 2 și nr. 5, care subliniază necesitatea ca reglementatorul să fie reprezentat la toate nivelurile de către persoane prezentând înalte standarde profesionale și morale, și care să respecte obligațiile de confidențialitate.

În legătură cu colaborarea CNVM cu autoritățile statului și alte instituții, a fost agreată recomandarea Băncii Mondiale de a indica expres autoritățile cu care va coopera CNVM. Această precizare a fost considerată necesară, ca urmare a constatărilor făcute de Banca Mondială, indicând că, în lipsa unor prevederi legale exprese, entitățile cu putere de reglementare au tendința de a interpreta legile lor constitutive ca interzicând cooperarea. În vederea facilitării acestei cooperări, au fost permise acordurile de schimb de informații cu alte autorități publice. Respectivetele alineate au fost introduse pe baza principiilor IOSCO nr. 11 și 12. Pentru a asigura o cooperare efectivă din partea celorlalte instituții și autorități, a fost introdusă o prevedere care interzice invocarea secretului de serviciu sau a oricarei

<sup>13</sup> cu excepția cazului de încetare a mandatului pentru condamnarea la o pedeapsă privativă de libertate, introdus în scopul de a asigura membrilor o înaltă ținută morală.

alte obligații legale de păstrare a confidențialității informațiilor deținute, în cadrul unei asemenea colaborări, precum și obligativitatea furnizării unui răspuns scris la solicitările CNVM în cadrul unui termen obligatoriu. În sensul armonizării proiectului cu principiul IOSCO nr. 3, s-a introdus prevederea conform căreia CNVM va fi consultată cu privire la actele normative ale instituțiilor și autorităților publice cu impact asupra piețelor reglementate și supravegheate de către CNVM și este invitată de drept la ședințele în care se adoptă acestea. De asemenea, au fost dezvoltate prevederile din legislația anterioară privitoare la cooperarea internațională, detaliindu-se și, în același timp, introducându-se noi tipuri de asistență care pot fi oferite autorităților de reglementare străine. Redactarea este bazată pe principiile IOSCO nr. 11, 12 și 13, precum și pe descrierea acestor principii elaborată de această organizație.

Partea referitoare la prerogativele și actele CNVM este, în mare parte, o reformulare a unor prevederi existente. O prevedere nouă, însă, este cea referitoare la posibilitatea CNVM de a efectua, la cerere sau din oficiu, interpretarea oficială a tuturor normelor juridice aplicabile piețelor reglementate și entităților supravegheate. Această prevedere este menită să ofere CNVM posibilitatea de a clarifica sensul normelor, ceea ce este de natură a reduce numărul litigiilor izvorând din diferențele de interpretare. Natura foarte tehnică a unora dintre normele CNVM a făcut să se simtă nevoia unui forum de interpretare. Textele acestea sunt menite, de asemenea, să încorporeze o recomandare a Băncii Mondiale privind consolidarea autorității de reglementare a CNVM și recunoașterea și punerea în aplicare a reglementărilor sale, ceea ce reflectă principiile IOSCO nr. 1 și 3. În sensul celor de mai înainte, deosebit de importantă, credem noi, este prevederea conform căreia CNVM va putea înființa o Cameră Arbitrală, care să judece în mod exclusiv litigiile rezultate din sau în legătură cu operațiunile desfășurate pe piețele reglementate.

În legătură cu sursele de finanțare ale CNVM, a fost menținut principiul finanțării din venituri extrabugetare, în scopul evitării afectării bugetului de stat și pentru respectarea principiului IOSCO privind independența și autonomia reglementatorului, menționat mai sus. Conform Raportului Băncii Mondiale, „*independența financiară este o parte necesară a independenței autorității de reglementare. Autoritatea de reglementare are nevoie atât de o sursă independentă a finanțării cât și de posesia și libera administrare a fondurilor sale pentru a fi independentă din punct de vedere financiar*”. S-a introdus un mecanism flexibil de stabilire a surselor de venituri, prin stabilirea perceperii de tarife și comisioane, cu precizarea în textul legii a limitei maxime a valorii acestora, pentru diversele activități desfășurate de către CNVM<sup>14</sup>.

Pentru a exista un control în legătură cu modul de colectare și administrare a veniturilor CNVM, legea stabilește că CNVM își supune bugetul, spre aprobare, Parlamentului. De asemenea, este instituită obligația CNVM de a transmite Parlamentului raportul său anual de activitate, raport ce se dezbate în ședință comună a Camerelor Parlamentului. Cele de mai înainte sunt o dezvoltare a principiului în virtutea căruia CNVM este subordonat numai Parlamentului și raportează comisiilor specializate ale acestuia, reprezentând un corolar al principiului IOSCO nr. 2.

## **2. LEGE PRIVIND VALORILE MOBILIARE, SERVICIILE DE INVESTIȚII FINANCIARE ȘI PIEȚELE REGLEMENTATE**

Noua lege și-a propus să reprezinte nu doar o actualizare a legislației anterioare prin prisma

<sup>14</sup> în aplicarea acestor legi, CNVM desfășoară activități în legătură cu autorizarea unor entități sau operațiuni, pentru care va aplica anumite tarife; se percep, de asemenea, comisioane pentru operațiunile realizate pe piața de capital și la bursele de mărfuri.



armonizării cu normele Uniunii Europene, dar și o evoluție și o reformare a concepției asupra pieței de capital și instituțiilor acesteia. Din aceste motive, deși s-a pornit de la instituțiile și normele prevăzute de Legea nr. 52/1994, legea nouă înglobează atât evoluția pieței de capital românești din 1994 până în prezent, cât și standardele internaționale și eforturile de unificare legislativă existente la nivel european.

Legea a păstrat și dezvoltat unele din definițiile existente, a introdus o secțiune destinată piețelor reglementate, cu accent pe regimul juridic privind înființarea și funcționarea acestora.

Capitolul privitor la protecția investitorilor a fost resistemizat și completat, în sensul implementării principiilor privind administrarea și controlul societăților comerciale deținute public<sup>15</sup>. Pe lângă principiile generale care guvernează regimul de protecție, au fost prevăzute norme privind asigurarea unei transparențe satisfacatoare privind operațiunile pe piață, identificarea și interzicerea manipulării piețelor, tranzacțiile bazate pe informații privilegiate, norme de protecție în cazul transformării în societate comercială închisă și, nu în ultimul rând, reglementarea înființării și funcționării unui fond de compensare a investitorilor.

Capitolul “Operațiuni de bursă” din legea anterioară și-a extins aria de acoperire asupra tuturor piețelor reglementate și a fost completat<sup>16</sup> cu operațiunile în marjă și cu drepturile de preferință, operațiuni cu instrumente financiare derivate etc., iar reglementarea ofertelor publice de vânzare și cumpărare a fost detaliată și actualizată la standardele internaționale. S-a menținut prerogativa CNVM de a se putea exprima cu

privire la calificarea unei persoane, instituții, situații, informații, operațiuni sau a unui act juridic ori instrument negociabil, cu privire la includerea în sau excluderea din sfera termenilor și expresiilor cu semnificația stabilită în actul normativ, în vederea determinării incidenței dispozițiilor legii. Această normă, de altfel, nu face decât să completeze prerogativa generală a CNVM, prevăzută de Statut, de a exprima, din oficiu sau la cerere, interpretarea și clarificarea înțelesului normelor aplicabile relațiilor din sfera sa de reglementare și supraveghere.

Emisiunile de instrumente de datorie publică, ale organelor administrației de stat, centrale sau locale sunt reglementate de legile datoriei publice<sup>17</sup>, care precizează condițiile, limitele și procedura prin care statul și autoritățile publice locale pot împrumuta bani prin emisiune de titluri de datorie tranzacționabile pe piețele de capital<sup>18</sup> (obligațiuni de stat sau municipale). În scopul facilitării creării, la nivelul pieței de capital, a unei piețe secundare a titlurilor de stat, acestea vor fi listate automat la o bursă de valori, prin simpla prezentare a prospectului de emisiune, fără îndeplinirea nici unei alte condiții suplimentare. În privința obligațiilor municipale, sau a celor emise de alte autorități publice, s-a considerat necesară intervenția CNVM chiar de la momentul emisiunii (piața primară), prin supunerea acesteia procedurilor de autorizare.

În prezent, în România există două piețe reglementate de capital, respectiv Bursa de Valori București (BVB) și piața RASDAQ. Fără a se pronunța cu privire la oportunitatea creării unor noi piețe de capital, altele decât cele existente, ori la desființarea vreuneia dintre acestea, legea a reglementat prin norme flexibile, care formează un regim juridic unitar, înființarea și funcționarea piețelor de capital, definite ca fiind “piețe reglementate”. Toate piețele reglementate

<sup>15</sup> *corporate governance principles* (în engl.).

<sup>16</sup> au fost reglementate concepte precum “drept de preferință”, “entități reglementate”, “instrumente financiare”, “marjă”, “persoană afiliată”, “persoană implicată”, “piață reglementată”, “operațiuni pe credit”, “vânzarea în lipsă”, “cumpărarea în marjă” etc.

<sup>17</sup> Legea 92/1999 privind datoria publică, respectiv Legea 189/1998 privind finanțele publice locale.

<sup>18</sup> credit obligatar

sunt supuse autorizării, supravegherii și reglementării de către CNVM și respectă aceleași reguli privind înființarea, organizarea și supravegherea, accesul societăților de servicii de investiții financiare participante, admiterea și tranzacționarea instrumentelor financiare. Având în vedere statutul special al acestora, de instituții publice<sup>19</sup>, textul face anumite derogări în cazul burselor de valori, din punct de vedere al organizării și condițiilor stricte de admitere la cota oficială. Legea preia, actualizează și detaliază reglementările privind bursele de valori existente în Legea nr. 52/1994 și stabilește că toate celelalte piețe reglementate, altele decât bursele de valori, vor fi înființate ca societăți pe acțiuni, iar regimul juridic de funcționare prevăzut pentru acestea se completează cu normele generale stabilite de Legea nr. 31/1990.

Legea reglementează, prin norme unitare la nivel de principiu, accesul societăților de servicii de investiții financiare, precum și admiterea și retragerea instrumentelor financiare pe piețele reglementate, indiferent de forma de înființare a acestora, aceste norme urmând a fi completate și dezvoltate prin regulamentele emise de către fiecare piață reglementată, potrivit specificului propriu. În vederea armonizării cu legislația comunitară, legea impune ca ori de câte ori o piață reglementată va avea o cotă, listarea pe această cotă să se facă în baza unui document de prezentare a emitentului; de asemenea, listarea la o cotă oficială se va face cu respectarea condițiilor restrictive de

<sup>19</sup> deși legea definește bursele de valori ca fiind „*instituții de interes public*”(art. 6, alin. (1) din legea 525/2002), în același articol se precizează faptul că acestea “[...] se înființează și funcționează [...], prin decizia de înființare și autorizația de funcționare emise de C.N.V.M.”, spre deosebire de alte piețe reglementate care “se înființează exclusiv ca societăți pe acțiuni” și funcționează pe baza autorizației de funcționare emisă de CNVM; faptul că numai bursele de valori se înființează prin emiterea unei decizii de înființare, precum și specificitățile funcționării lor, prin comparație cu alte piețe reglementate, conduc la concluzia că acestea au statut de instituții publice, subordonate CNVM.

performanță economică, capitalizare și deținere publică de valori mobiliare (dispersia acționariatului), prevăzute de normele Uniunii Europene<sup>20</sup>.

Lege prevede expres, cu caracter de principiu, rezolvând, astfel, una dintre carențele legislației anterioare, că toate operațiunile având ca obiect instrumente financiare emise de societăți deschise public se vor desfășura numai pe piețele reglementate și prin intermediul societăților de servicii de investiții financiare autorizate de CNVM, precizând (lucru foarte important) și operațiunile exceptate de la acest principiu. Momentul transferului dreptului de proprietate este stabilit ca fiind cel al înregistrării cumpărătorului în registrul independent privat, legea impunând, astfel, actualizarea permanentă a înregistrării transferurilor în registre; această precizare are o deosebită importanță pentru stabilirea momentului de la care se produc anumite efecte ale deținerii de acțiuni (constituirea de garanții mobiliare, încasarea dividendelor, validitatea unor operațiuni) și, în același timp, permit un control riguros din partea CNVM în cazul, spre exemplu, al unor fraude.

Legea precizează în mod expres cazurile obligatorii de suspendare de la tranzacționare a unor instrumente financiare. La aceste cazuri se adaugă și prevederea conform căreia piața reglementată poate suspenda tranzacționarea unor instrumente financiare ca urmare a imposibilității menținerii unei piețe ordonate pentru instrumentele financiare respective.

Textul a introdus norme de natură a crea cadrul necesar pentru creșterea lichidității și a atractivității piețelor reglementate, prin introducerea posibilității tranzacționării drepturilor de preferință<sup>21</sup>, instrumentelor

<sup>20</sup> Directiva 79/279.

<sup>21</sup> drepturile de preferință sunt drepturi rezultate din deținerea de acțiuni care pot face obiectul negocierii pe piață prin conversia lor în valori mobiliare de sine stătătoare; astfel de drepturi de preferință sunt tranzacționate la majoritatea burselor internaționale.

financiare derivate<sup>22</sup> și de realizare a operațiunilor în marjă<sup>23</sup>. Reglementarea din lege trasează câteva principii de bază, care vor fi ulterior dezvoltate prin legislația secundară emisă de CNVM și prin regulamentele fiecărei piețe reglementate pe care se vor tranzacționa.

Reglementarea ofertei publice a fost complet regândită, în sensul precizării cadrului juridic comun și principiilor aplicabile atât ofertei de vânzare, cât și celei de cumpărare, cu privire la: necesitatea autorizării, prospect și anunț preliminar, termen de valabilitate și procedura de derulare, publicitate, efecte, modificare/amendare, suspendare, revocarea autorizării, anularea ofertei, egalitatea de tratament a investitorilor, responsabilitatea juridică pentru pregătirea și derularea ofertei, condițiile recunoașterii în România a prospectelor aprobate în alte jurisdicții etc. Au fost introduse norme de reglementare a ofertei internaționale (oferte de valori

mobiliare străine efectuate în România și oferte de valori mobiliare emise pe piețe internaționale de entități cu personalitate juridică română).

Cadrul juridic comun ofertelor publice a fost dezvoltat cu norme specifice fiecărui tip de ofertă, astfel:

- la secțiunea privind oferta publică de vânzare, au fost introduse reglementări cu privire la stabilirea și amendarea prețului și a perioadei de derulare a ofertei, solicitarea intenției de a investi, modificarea numărului de instrumente financiare oferite, desfășurarea activităților de stabilizare a cursului etc.
- la secțiunea privind oferta publică de cumpărare, au fost introduse reglementări cu privire la exprimarea prețului (în bani sau în alte valori mobiliare), procedura de notificare a societății țintă a preluării, activitățile permise acesteia în scopul contracarării preluării, contra-oferta etc.

Necesitatea asigurării securității tranzacțiilor efectuate pe piața de capital a impus reglementarea efectelor deschiderii procedurii falimentului asupra operațiunilor în curs sau deja efectuate. S-au introdus câteva derogări de la regulile generale<sup>24</sup> prevăzute de Legea 64/1995 în ceea ce privește, spre exemplu, suspendarea efectelor contractelor datorită inițierii procedurii falimentului, respectiv în ceea ce privește posibilitatea denunțării anumitor contracte de către lichidator.

Piața românească de capital este o piață încă în formare<sup>25</sup>, care încearcă să-și definească principiile și regulile prin care să adapteze o societate investițională relativ imatură la mecanismele tipice ale unei piețe de capital. Practicile întâlnite în această piață în ultimii opt-nouă ani au demonstrat necesitatea

<sup>22</sup> operațiunile cu instrumente financiare derivate erau reglementate doar prin legea cadru a burselor de mărfuri; întrucât practica la nivel mondial arată o tendință manifestă de preluare, de către bursele de valori, a operațiunilor cu instrumente financiare derivate, având ca activ suport anumite titluri financiare, prezentul pachet legislativ propune efectuarea operațiunilor cu instrumente financiare derivate, având ca activ suport valori mobiliare sau indici bursieri ai valorilor mobiliare, pe piețele de capital, urmând ca operațiunile cu instrumente financiare derivate ce au ca activ suport instrumente financiare altele decât valorile mobiliare, precum și valutele, rata dobânzii și mărfurile, să fie efectuate pe piețele organizate de bursele de mărfuri.

<sup>23</sup> tranzacțiile în marjă, sau pe credit, sunt tranzacții cu caracter speculativ, realizate prin împrumutarea fie a sumelor de bani, fie a instrumentelor financiare necesare operațiunii. Întrucât asemenea tranzacții presupun facilitarea sau acordarea unui credit (în instrumente financiare sau bani) din partea societății de servicii de investiții financiare către investitor, va fi necesară emiterea unui regulament comun de către CNVM și BNR, în scopul detalierii procedurii și condițiilor de realizare a acestor operațiuni, cu atât mai mult cu cât, prin acordarea de credite bănești, cumulate cu acceptarea de depozite (marja), societățile de servicii de investiții financiare vor realiza operațiuni de natura celor prevăzute de Legea bancară nr. 58/1998.

<sup>24</sup> de altfel, există preocupări serioase și la nivelul altor jurisdicții, în sensul adaptării legislației comune aplicabile falimentului la caracteristicile piețelor financiare.

<sup>25</sup> *emergent market* (în engl.).

adaptării reglementării cadrului normativ, nu doar la standardele internaționale, așa cum sunt reliefate, spre exemplu, de principiile OECD privind administrarea și controlul societăților comerciale deținute public<sup>26</sup>, dar și la realitățile, instituțiile și practicile locale. În ceea ce privește protecția investitorilor, legea cadru privind societățile comerciale, respectiv Legea nr. 31/1990, conține anumite prevederi menite să asigure o minimă protecție a acestora, cum ar fi:

- regimul juridic aplicabil adunărilor generale;
- majoritatea deciziilor importante trebuie adoptate de adunarea generală;
- există niveluri minime ale cvorumului și votului, pentru întrunirea valabilă a acestora;
- este instituită obligația convocării și a informării acționarilor cu privire la problemele supuse discuției, precum și cea a convocării la solicitarea acționarilor reprezentând 10% din capitalul social;
- majorarea de capital social se face cu respectarea drepturilor de preferință ale tuturor acționarilor, *nota bene*, cu excepția majorării prin aport în natură;
- încheierea de către consiliul de administrație a unor acte cu o valoare patrimonială semnificativă se poate face doar în urma aprobării lor de către adunarea generală;
- acționarii pot notifica cenzorilor interni anumite aspecte spre a fi auditate și prezentate în raportul comisiei de cenzori;
- acționarii sunt opriți să voteze asupra unor aspecte în care au interese personale;
- acționarii pot ataca în justiție actele presupus frauduloase încheiate de către administratori în dauna societății;
- acționarii pot solicita accesul la anumite informații ale societății în perioada dintre două adunări generale ordinare și, de

asemenea, pot solicita precizări administratorilor.

Acest regim juridic a fost completat de normele speciale cuprinse în Legea nr. 52/1994, la capitolul “Protecția investitorilor”. Experiența aplicării acestui regim juridic a condus la concluzia necesității reglementării unui regim juridic de protecție adaptat specificului activității în societățile comerciale deținute public. Un regim juridic special privind protecția investitorilor este cu atât mai important dacă avem în vedere problemele specifice rezultate din funcționarea unei societăți comerciale deținute public, impactul social al problemelor apărute în legătură cu societățile deținute public (n.b. covârșitoarea majoritate a acestora a apărut ca urmare a Procesului de privatizare în masă), lipsa unei practici judecătorești constante, de natură a suplini eventualele carențe ale legii etc.

Regimul juridic de protecție a investitorilor propus de această nouă lege este realizat pe mai multe dimensiuni, mergând de la reglementarea unor principii, până la reglementarea unor situații concrete, care, însă, prin frecvența lor, constituie deja un fenomen social. Au fost prevăzute norme care să ghideze comportamentul investitorilor și să asigure exercitarea cu bună credință a drepturilor derivate din calitatea de acționar, au fost dezvoltate prevederile care asigură transparența și accesul tuturor investitorilor la informația certă și necesară adoptării deciziei investiționale, au fost precizate, și incriminate, actele de manipulare a pieței și au fost interzise tranzacțiile bazate pe informații privilegiate, a fost reglementată posibilitatea ieșirii acționarilor minoritari din societatea comercială în cazul concentrării excesive a puterii acționarilor majoritari, au fost prevăzute cazurile de transformare a unei societăți deținute public în societate de tip închis etc. Mai mult, oricând, în completarea și/sau clarificarea acestor norme, CNVM va putea face uz de prerogativele sale, reglementate prin Statut, emițând norme și

<sup>26</sup> *Corporate Governance Principles*, www.oecd.org

interpretări oficiale ale acestei legi, la sesizare sau din oficiu.

Constituția României recunoaște principiul conform căruia “drepturile trebuie exercitate cu bună credință” (art. 54), principiu fundamental al dreptului românesc, derivat din dreptul roman vechi. Încălcarea acestui principiu echivalează cu exercitarea abuzivă a unui drept și are ca efect prejudicierea altei persoane. Legea în cauză urmărește să contureze acest principiu constituțional fundamental, și să-l dezvolte, cu aplicare la situația societăților comerciale deținute public, pentru a facilita, CNVM sau instanțelor de judecată, identificarea și sancționarea abuzurilor rezultate din exercitarea cu rea credință a drepturilor derivate din calitatea de acționar. Actul normativ încearcă adaptarea regulilor de funcționare a unei societăți comerciale la specificul impus de caracterul de “deținută public”, prin stabilirea unui regim derogatoriu de la prevederile Legii 31/1990. În scopul protecției investitorilor, alții decât acționarii, s-a stabilit aplicarea aceluiași reguli privind protecția (ne referim, în special, la regulile privind transparența) și societăților care emit public valori mobiliare, altele decât acțiunile. În consecință, o societate emitentă de obligațiuni pe piețele reglementate, nu va deveni automat societate deținută public dar, pentru protecția posesorilor acestor obligațiuni, va fi asimilată cu societățile deținute public în ceea ce privește respectarea regulilor privind protecția investitorilor.

În legătură cu aspectele privitoare la transparența pieței, legea completează unele dintre normele existente în legislația anterioară, în scopul armonizării cu standardele Uniunii Europene; în plus, față de rapoartele curente, semestriale și anuale, este obligatorie notificarea acționarilor cu privire la încheierea unor acte având o anumită importanță financiară. De asemenea, a fost introdusă obligativitatea notificării pieței și a CNVM în legătură cu atingerea unor praguri în deținerea de acțiuni, de natură

a conferi posesorului o anumită poziție în cadrul societății sau care conduc la aplicarea unor norme imperative prevăzute de lege.

În privința tranzacțiilor bazate pe informații confidențiale, au fost preluate reglementările privind interzicerea angajării în tranzacții pe baza unor informații privilegiate și s-au completat și detaliat prezumpțiile de deținere de informații privilegiate prevăzute în vechea legislație.

Secțiunea referitoare la oferta publică obligatorie, care dezvoltă art. 89 din Legea nr. 52/1994, conține prevederi care să permită acționarilor vânzarea acțiunilor lor prin mecanismele unei oferte publice de cumpărare, în cazul în care o entitate își manifestă intenția de achiziționare a unei poziții de control sau majoritare. Este foarte important de menționat că reglementarea unor asemenea obligații de lansare a unei oferte publice nu are un caracter sancționator la adresa entității care încearcă preluarea unor pachete importante de acțiuni, ci este de natură a garanta acționarilor minoritari ieșirea (dezinvestirea) dintr-o societate comercială a cărei politică generală s-ar putea schimba ca urmare a apariției noului acționar majoritar. O completare foarte importantă este prevederea unui mecanism de calcul al unui preț minim într-o asemenea ofertă<sup>27</sup>. În lipsa unui asemenea mecanism, nu se poate acorda acționarilor o posibilitate reală, și corectă, de ieșire din societate; prin derularea formală a unei oferte publice de cumpărare, la un preț de ofertă nejustificat, oricine ar putea crea doar iluzia faptului că a oferit micilor acționari posibilitatea dezinvestirii. Totodată, legea exceptează de la obligativitatea lansării unei oferte publice situațiile în care poziția de control sau majoritară a fost obținută ca urmare a unor inițiative de interes public cum ar fi: procesul de privatizare, executarea creanțelor bugetare, finalizarea procedurii falimentului.

<sup>27</sup> aceasta a determinat declanșarea unui întreg scandal mediatic ( în special prevederile art. 138 al legii.)

Necesitatea aplicării unor reguli mai restrictive societăților deținute public, față de societățile de tip închis s-a datorat mai ales importanței și impactului social al celor deținute public. În momentul în care, din diverse cauze, aceste motive dispar, revenirea la regimul de drept comun aplicabil societăților comerciale de tip închis este atât în interesul societății, cât și al acționarilor. În acest sens, legea prevede mecanisme de transformare a unei societăți deținute public în societate de tip închis. În cazul în care s-a ajuns la o concentrare deosebit de semnificativă (peste 90%) în lipsa unei oferte publice, limitând astfel capacitatea acționarilor de a-și vinde liber acțiunile pe o piață organizată, legea instituie obligația acționarului majoritar de lansare a unei oferte publice de cumpărare a tuturor acțiunilor rămase pe piață (art. 138). Pragul de 90%<sup>28</sup> a fost ales deoarece el creează o prezumție de concentrare de acțiuni care are ca efecte, pe de o parte, restrângerea unei piețe organizate pentru acele acțiuni și, pe de altă parte, imposibilitatea acționarilor minoritari de a mai fi protejați prin prevederile speciale ale legii.

Fondul de compensare a investitorilor, prevăzut de lege, este o instituție necesară protejării investitorilor de pe piața de capital în fața riscului de insolvabilitate a societăților de servicii de investiții financiare. Așa cum precizăm, crearea unei asemenea instituții este, de altfel, una dintre solicitările de armonizare cu legislația comunitară în materie. Legea indică sursele de finanțare pentru constituirea și activitatea fondului, urmând ca, prin legislația secundară emisă, CNVM să dezvolte modul de organizare și funcționare al acestuia, inclusiv în ceea ce privește categoriile de investitori ce urmează a fi despăgubiți.

O noutate importantă, introdusă de lege, se referă la principiile conform cărora o societate comercială de natura societăților de

<sup>28</sup> acest prag se regăsește în legislația a cel puțin două țări cu regim juridic similar celui românesc: Italia și Portugalia.

servicii de investiții financiare, care are sediul în alt stat, poate desfășura servicii de investiții financiare în România, fără înființarea unei filiale locale sub formă de societate de servicii de investiții financiare. Această reglementare se află în deplină concordanță cu normele UE, dar și cu reglementări similare din statele europene.<sup>29</sup>

De o deosebită importanță, credem noi, este regândirea și clarificarea rolului și atribuțiilor registrelor independente private, precum și ale societăților de compensare, decontare și depozitare.

În fine, în legătură cu regimul sancționatoriu prevăzut de lege, ne mărginim doar la a constata următoarele:

- acesta este vizibil merit să potențeze caracterul preventiv al normelor de încriminare a încălcărilor prevederilor substanțiale ale legii;
- în funcție de nivelul de pericol social prezentat de încălcările prevederilor legale, au fost prevăzute atât sancțiuni contravenționale, cât și de natură penală;
- regimul sancționator al contravențiilor este construit în așa fel încât se poate adapta o sancțiune la pericolul social concret și la efectele negative pe care o anumită abatere le-a putut produce<sup>30</sup>;
- ni se pare remarcabil faptul că legea prevede posibilitatea ca sancțiunile contravenționale să poată fi aplicate, pe de o parte, treptat, în funcție de gravitatea faptei și

<sup>29</sup> Directiva 22/1993, respectiv legislațiile italiană, portugheză.

<sup>30</sup> prin natura relațiilor constituite pe piața de capital, anumite fapte pot aduce atingere și pot crea pericol social pentru mai multe categorii de subiecți de drept; spre exemplu, în cadrul derulării unei oferte publice, întocmirea deficitară a prospectului de emisiune și apariția de litigii izvorâte din aceasta, pot afecta interesele investitorilor, dar și pe cele ale societății emitente și, de ce nu, imaginea, reputația și credibilitatea societății de servicii de investiții financiare al cărei angajat a pregătit prospectul.

de intenție, și, pe de altă parte, cumulativ<sup>31</sup>, ceea ce reprezintă un instrument juridic eficient în stabilirea gradului de pericol social concret al încălcării unei norme.

### **3. LEGE PRIVIND ORGANISMELE DE PLASAMENT COLECTIV ÎN VALORI MOBILIARE**

Legea și-a propus, pe de o parte, să creeze un cadru legal care să clarifice ambiguitățile și să elimine acele dispoziții ale normelor legale în vigoare ce au fost adesea criticate, mai ales după declanșarea scandalului FNI și, pe de altă parte, să armonizeze cadrul legal din România cu legislația comunitară aplicabilă.

Noile dispoziții au ca scop o mai bună protejare a investitorilor și crearea unui cadru de desfășurare a activităților organismelor de plasament colectiv, care să fie flexibil și ușor de supravegheat, prin indicarea cu exactitate a atribuțiilor CNVM și prin stabilirea unui set de norme prudentiale.

Inspirarea din normele europene și comunitare are, pe lângă o latură de integrare, a cărei urmărire a fost consecvent realizată, și obiectivul de a transpune în sistemul de drept românesc acele instituții a căror viabilitate a fost experimentată în țări cu tradiție în domeniul activității organismelor de plasament colectiv.

Întrucât aceste organisme fac apel la resursele financiare ale unor mase largi de investitori, situație care creează profunde implicații sociale, noua lege pune la dispoziția CNVM instrumentele ce îi sunt necesare pentru a activa în calitate de reglementator eficient.

<sup>31</sup> de exemplu, pe lângă suspendarea sau retragerea autorizației persoanei juridice, se poate sancționa cu amendă persoana fizică vinovată, iar pentru cazuri de pericol social ridicat sau pentru repetarea faptei se poate restricționa temporar posibilitatea exercitării de activități sau servicii de natura celor care au condus la săvârșirea abaterii.

Legea are ca obiect reglementarea organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare: fonduri deschise de investiții și societăți de investiții. Prin definirea acestora se exclud din sfera de aplicare a acestei legi orice alte tipuri de organisme de plasament colectiv (fonduri cu capital de risc, de restructurare etc.); în consecință, fac obiectul legii numai organismele de plasament colectiv *de tip deschis* și care investesc numai în *valori mobiliare*.

Ordonanța Guvernului nr. 24/1993 privind reglementarea constituirii și funcționării fondurilor deschise de investiții și a societăților de investiții, ca instituții de intermediere financiară, aprobată prin Legea nr. 83/1994 este o reglementare adoptată la începutul pieței de capital din România, chiar înaintea Legii nr. 52/1994 privind valorile mobiliare. Din această cauză, neclaritățile și incoerențele din textul ei au fost inerente. În aceste condiții, reglementarea acestor tipuri de organisme de plasament colectiv nu ținea cont de normele europene și de experiența unor țări cu practică dezvoltată în materie. Facem referire în special la societățile de investiții care, în legislația europeană, sunt concepute ca fiind societăți comerciale cu capital variabil.

Societatea de investiții, în noua lege, are un capital supus în permanență unei variații ce ține de emisiunea continuă, ca principală formă de atragere a capitalurilor necesare realizării obiectului său, respectiv plasamentul în valori mobiliare. Societatea de investiții are obligația de a-și lista acțiunile pe o piață reglementată în termen de 30 de zile de la data închiderii subscripției publice inițiale, prin care se constituie.

În legătură cu fondurile deschise de investiții, tratarea succintă și lapidară a materiei a făcut loc unor interpretări ce au deschis calea diverselor nereguli care au condus, în final, la posibilitatea declanșării unor scandaluri precum SAFI și, mai ales, FNI. Prezenta lege dezvoltă normele europene privind constituirea și administrarea acestor organisme de plasament colectiv, cu aplecare

expresă asupra societăților de administrare a investițiilor care, în formularea din actul normativ, sunt singurele entități cu inițiativa legală a înființării unui fond deschis de investiții și a depozitarilor. De remarcat prevederea legală cu privire la rezervarea utilizării denumirilor instituțiilor reglementate de lege cum ar fi: “fond deschis de investiții”, “societate de investiții”, “societate de administrare a investițiilor” etc.

Față de importanța acordată societăților de administrare a investițiilor, este demn de subliniat faptul că se acordă CNVM posibilități sporite de a monitoriza eficient atât activitatea desfășurată în administrarea organismelor de plasament colectiv, prin urmărirea respectării normelor prudențiale, cât și structura managementului și a acționariatului acestora. Legea prevede o serie de incompatibilități în relațiile dintre societățile de administrare a investițiilor, depozitari, societățile de servicii de investiții financiare.

Textul legii prevede o răspundere sporită a depozitarilor în activitatea organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare, prin calcularea și certificarea zilnică a valorii activului net și prin cenzurarea legalității operațiunilor efectuate de către societatea de administrare a investițiilor. Sunt admise în calitate de depozitar numai societățile bancare, prevădute deosebit de importantă, întrucât 1) sunt entități care se află și sub supravegherea unei alte autorități, respectiv Banca Națională a României, care are încheiat, de altfel, cu CNVM un protocol de colaborare în scopul realizării supravegherii consolidate, 2) prezintă garanții solide de profesionalism și bonitate, necesare îndeplinirii funcției de depozitar al activelor organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare.

Capitolul privind normele prudențiale este preluat din Directiva UE 85/611/EEC și cuprinde acele reguli, limitări și interdicții în activitatea organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare care țin cont de aplicarea în practică a principiului ce

guvernează întreaga lege: realizarea investițiilor și plasamentelor în condiții de minimizare a riscului, prin disiparea acestuia și realizarea unor portofolii echilibrate. Directiva menționată prevede, ca principiu, că organismele de plasament colectiv reglementate pot investi doar în valori mobiliare listate<sup>32</sup>, fiind prevăzute expres și excepțiile de la acest principiu. Față de excepțiile prevăzute în actul comunitar, și numai până la momentul integrării României în UE, organismele de plasament colectiv în valori mobiliare reglementate de prezenta lege pot investi și în alte instrumente financiare, cu limitări expres prevăzute (art. 82 și 99 din lege), dar cu menținerea principiului de dispersie a riscului.

Legea cuprinde prevederile din actul comunitar, așa cum a fost modificat, cu privire la condițiile pentru calificarea ca organism de plasament colectiv în valori mobiliare, cât și excepțiile, condițiile de înființare și funcționare, obligațiile privind politica de investiții, reglementarea depozitarului și a societăților de administrare a investițiilor, structura contractuală de administrare a acestor organisme, obligațiile de raportare etc.

Legea a avut în vedere și reglementările din țări membre UE cu jurisdicție similară (e.g. Italia, Franța, Portugalia) și cu o practică dezvoltată în domeniu. Astfel, capitolul referitor la societățile de investiții a fost inspirat din prevederile legislației italiene (**Decretul Lege 58 din 24 februarie 1998**) și franceze; în capitolele referitoare la fondurile de investiții și la depozitari, au fost preluate anumite prevederi din legislația italiană și din cea portugheză, cum ar fi cele referitoare la înființarea și organizarea fondurilor, cele referitoare la obligațiile depozitarului și cele privitoare la incompatibilități. De asemenea, având în vedere necesitatea introducerii unor prevederi referitoare la situații deosebite în care s-ar putea afla, la un moment dat, un organism de plasament colectiv în valori

<sup>32</sup> *transferable securities* (în engl.).



mobiliare, cât și faptul că legislația italiană conține anumite prevederi aplicabile situațiilor de criză, aceasta a constituit o sursă importantă de inspirație și pentru stabilirea procedurilor de urmat în astfel de situații.

#### **4. LEGE PRIVIND PIETELE REGLEMENTATE DE MĂRFURI ȘI INSTRUMENTE FINANCIARE DERIVATE**

Legea și-a propus să reprezinte o evoluție și o reformare a concepției actuale asupra burselor de mărfuri și a instituțiilor acesteia, reglementate anterior prin Ordonanța Guvernului nr. 69/1997, așa cum a fost completată și modificată de Legea 129/2000, precum și o armonizare cu normele aplicabile ale Uniunii Europene.

Astfel, definițiile conținute în Ordonanța 69/1997 și cele incluse sau modificate prin legea sa de aprobare (Legea 129/2000) au fost completate și extinse într-o secțiune care cuprinde definirea termenilor privind instituțiile piețelor de mărfuri, operatorii, operațiunile și tipurile de active și instrumente financiare derivate care se tranzacționează în bursele de mărfuri. Având în vedere evoluția pieței și necesitățile de reformare, au fost introduse la nivelul legii concepte noi, precum: apel în marjă, cont în marjă, data expirării, data scadenței, poziții deschise, închiderea unei poziții, prețul de exercitare etc. Includerea acestor definiții vine să dea o formă juridică noțiunilor tehnice specifice operațiunilor ce se desfășoară prin bursele de mărfuri.

Legea, întocmită cu respectarea prevederilor Directivei 93/22/EEC, a menținut conceputul bursei de mărfuri enunțat în Legea 129/2000, ca fiind o instituție de interes public, și a stabilit ca bursele de mărfuri să fie organizate și administrate de societăți comerciale pe acțiuni, constituite în baza prevederilor Legii nr.31/199; având în vedere interesul public, există limitări ale deținerii de acțiuni emise de societățile de bursă, astfel, un acționar al

societății de bursă nu poate să dețină, direct sau prin persoane implicate, mai mult de 5% din acțiunile emise de aceasta.

Societății de bursă îi este interzisă angajarea ca parte în tranzacțiile cu mărfuri, titluri reprezentative pe mărfuri sau instrumente financiare derivate, funcția ei primordială constând în crearea unor condiții eficiente pentru funcționarea bursei de mărfuri.

Pentru operativitate în administrarea societății de bursă și un mai bun control din partea CNVM, o parte din atribuțiile adunării generale a acționarilor societății de bursă a fost delegată consiliului de administrație, care poate decide în ceea ce privește regulamentele bursei de mărfuri, admiterea de noi membri, suspendarea sau pierderea dreptului de tranzacționare al membrilor bursei, precum și retragerea, la cerere, de la tranzacționare, stabilirea categoriilor, nivelurilor și plafoanelor comisioanelor și tarifelor de practicat în bursa de mărfuri, numirea membrilor consiliului bursei. Legea precizează că managementul bursei revine membrilor săi, asistați de un personal specializat care administrează în mod curent bursa de mărfuri. De asemenea, dat fiind specificul piețelor de mărfuri, și în special al celor de instrumente financiare derivate, administrarea curentă a unei burse de mărfuri este asigurată de un consiliu al bursei.

În conformitate cu legea, calitatea de membru<sup>33</sup> al bursei de mărfuri este, de regulă, limitată la un număr specificat de locuri de tranzacționare în bursă, în funcție de participarea la capitalul social al societății de bursă ce înființează bursa de mărfuri respectivă. Acționarii societății de bursă au, pe lângă drepturile conferite de Legea 31/1990, cu limitările precizate, și o serie de

<sup>33</sup> în general, o bursă de mărfuri este administrată de o organizație ai cărei membri, în schimbul angajamentului de a respecta regulamentul bursei respective și după îndeplinirea condițiilor privind standardele financiare și operaționale impuse de autoritatea de reglementare, supraveghere și control, primesc dreptul de a participa la tranzacții.

drepturi specifice, cum ar fi dreptul de a transmite unul sau mai multe locuri de tranzacționare în bursă unui terț, după agrearea acestuia de către consiliul de administrație; în condiții similare, calitatea de membru al bursei poate fi obținută și prin închirierea unui loc de tranzacționare în bursă. Având în vedere necesitatea creșterii lichidității bursiere, s-a convenit acceptarea în bursa de mărfuri, în calitate de membri, a mai multor categorii de societăți comerciale: societăți de servicii de investiții financiare, societăți de brokeraj, bănci, precum și societăți comerciale care operează în cont și nume propriu.

De asemenea, în vederea atingerii scopului pentru care au fost înființate, bursele de mărfuri vor dezvolta piețe la disponibil sau piețe de instrumente financiare derivate, cu condiția ca pe fiecare astfel de piață să existe un număr de minimum 20 de membri care să efectueze activități de intermediere. Pe piețele dezvoltate de o bursă de mărfuri se tranzacționează mărfuri fizice cu un grad ridicat de fungibilitate, cum ar fi cereale, petrol, metale, servicii standardizate și alte asemenea active aprobate de consiliul bursei de mărfuri, precum și instrumente financiare derivate având ca activ suport valute, titluri de credit, instrumente sintetice etc.

Datorită specificului instrumentelor financiare derivate, atât cumpărătorii cât și vânzătorii acestora sunt obligați să depună anumite sume, valori și/sau bunuri, numite marje, în conturile pe care le au deschise la membrii bursei de mărfuri. Nivelul minim al sumelor necesare în contul de marjă este stabilit de casa de compensație<sup>34</sup> sau membrul compensator, după caz, iar membrii bursei au obligația de a colecta de la clienții lor fonduri cel puțin egale cu acest nivel minim și de a le păstra în conturi segregate; nivelul sumelor necesare în contul de marjă variază de la un instrument financiar derivat la altul.

În conformitate cu prevederile legii, casele de compensație îndeplinesc două funcții principale: asigurarea integrității financiare a tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate, prin garantarea obligațiilor de către membrii compensatori, și oferirea posibilității de închidere a pozițiilor deschise, ca mecanism de lichidare a obligațiilor născute în urma tranzacțiilor. Casa de compensație, la momentul înregistrării tranzacțiilor, se interpune, printr-o dublă novație subiectivă, în toate aceste tranzacții, devenind cumpărător față de vânzător și vânzător față de cumpărător.

În concluzia acestei prezentări, dorim să subliniem faptul că, deși, încă de la momentul redactării proiectelor, s-a urmărit ca acest nou cadru normativ să fie coerent, unitar și de natură a aduce pieței de capital un grad superior de transparență, corectitudine și siguranță și, prin acestea, un nivel sporit de atractivitate, promulgarea sa nu va avea, probabil, efecte spectaculoase într-un termen foarte scurt, dar va face ca, odată cu însănătoșirea, în general, a sistemului economic românesc, investitorii să poată evolua într-un mediu de afaceri mult mai prietenos, ceea ce va genera o mai mare încredere în piața de capital și, pe această cale, un flux mai important de capitaluri disponibile către economia națională.

<sup>34</sup> *clearing house* (în engl.).

## **ANEXA 1: LEGISLAȚIA COMUNITARĂ PREVAZUTĂ ÎN, SAU REZULTATĂ DIN, PNAR 2001, CE A FOST PRELUATĂ ÎN PACHETUL LEGISLATIV**

Conform PNAR 2001, prin pachetul legislativ de reglementare a piețelor de capital s-a prevăzut transpunerea a 19 acte normative comunitare (18 în cadrul capitolului 3: "Libera circulație a serviciilor" și 1 în cadrul capitolului 4: "Libera circulație a capitalurilor"). Pe lângă acestea, în cadrul procesului de elaborare a legii, au fost luate în considerare toate actele normative comunitare modificatoare, care nu fuseseră incluse în PNAR, inclusiv cele care au apărut între data elaborării lor și aprobarea de către Parlament a acestora<sup>1</sup>. O listă a tuturor actelor normative comunitare analizate este prezentată în ANEXA 2.

### **1. Recomandarea Comisiei 77/534/CEE privind codul de conduită european în domeniul tranzacțiilor cu valori mobiliare**

Obiectivul acestei Recomandări este stabilirea unor standarde comune de etică comportamentală, în vederea asigurării unei funcționări corecte a pieței de capital, cu protejarea interesului general. Cele 6 principii generale și cele 18 principii suplimentare ale sale se referă, în principal, la exigențele și interdicțiile privind transparența și calitatea informației, manipularea pieței, gestionarea conflictului de interese, egalitatea de tratament a investitorilor, secretul profesional și regulile de operare pentru societățile de servicii de investiții financiare.

Transpunerea Recomandării era asigurată, în parte, de legislația anterioară. Pachetul legislativ în vigoare în prezent asigură o sistematizare și o completare a acestui efort de armonizare, principiile subliniate în cadrul acestui act comunitar reflectându-se la nivelul prevederilor privind piețele reglementate, protecția investitorilor, operațiunile pe piețele reglementate și societățile de servicii de investiții financiare.

### **2. Directiva 34/2001 privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei și informațiile ce trebuie publicate cu privire la valorile mobiliare respective**

Acest act normativ comunitar urmărește, în principal, coordonarea modului de reglementare a condițiilor de listare a valorilor mobiliare la bursa de valori, asigurarea recunoașterii reciproce a prospectelor pe baza cărora s-a decis listarea, precum și a informării corecte a investitorilor.

O parte din prevederile acestei Directive erau deja armonizate, la nivelul cadrului normativ anterior existent. Prin completările și reformularile propuse, s-a avut în vedere necesitatea realizării unor progrese importante în această direcție, reflectate, în principal, în modul de reglementare a următoarelor aspecte: listarea valorilor mobiliare, recunoașterea prospectelor, condițiile pe care trebuie

---

<sup>1</sup> cu titlu de exemplu, menționăm că un număr de 8 directive, dintre cele incluse în PNAR 2001, au fost abrogate, expres sau implicit, prin Directiva 34/2001 privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei și informațiile ce trebuie publicate cu privire la valorile mobiliare respective:

- Directiva 79/279/CEE asupra condițiilor de admitere a valorilor mobiliare la cota oficială a bursei;
- Directiva 80/390/CEE asupra cerințelor de redactare, verificare și distribuire a informațiilor necesare listării ce trebuie publicate pentru admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei;
- Directiva 82/121/CEE privind informațiilor pe care companiile, ale căror acțiuni au fost admise la cota oficială a bursei, trebuie să le publice în mod regulat;
- Directiva 82/148/CEE care amendează Directiva 79/279/EEC și Directiva 80/390/CEE ;
- Directiva 88/627/CEE asupra informațiilor ce trebuie publicate în cazul achiziționării sau vinderii unei dețineri semnificative din capitalul unei companii listate;
- Directiva 87/345/CEE care amendează Directiva 80/390/CEE;
- Directiva 90/211/CEE care amendează Directiva 80/390/CEE în privința recunoașterii reciproce a prospectelor de ofertă publică pentru listare;
- Directiva 94/18/CEE care amendează Directiva 80/390/CEE.

să le îndeplinească o societate pentru a fi listată, emisiunea de obligațiuni, protecția investitorilor, transparența, tranzacționarea drepturilor de preferință etc.

### **3. Directiva 93/22/CEE asupra serviciilor de investiții în domeniul valorilor mobiliare**

Acest act normativ comunitar urmărește, în principal, stimularea liberei circulații a serviciilor de investiții financiare, cu protejarea investitorilor în acest cadru și asigurarea transparenței tranzacțiilor și a unei concurențe corecte.

În vederea armonizării cu această Directivă, s-au introdus numeroase concepte și instituții noi, în raport cu cadrul legislativ anterior, care, în mod concret, se reflectă în legislația actuală prin introducerea sau completarea reglementării unor noțiuni sau instituții precum: "piață reglementată", "societăți de servicii de investiții financiare", "servicii de investiții financiare", "instrumente financiare", "valori mobiliare" etc.

În vederea armonizării legislației românești în ceea ce privește libera circulație a serviciilor<sup>2</sup>, a fost inclusă în lege prevederea conform căreia SSIF-urile înregistrate în alt stat pot să presteze servicii de investiții financiare pe teritoriul României, prin sucursale sau în mod direct. Modul de reglementare a condițiilor prudențiale și de conduită<sup>3</sup> pe care trebuie să le îndeplinească societățile de servicii de investiții financiare și personalul acestora a urmărit, de asemenea, principiile și prevederile acestei Directive.

Posibilitatea și necesitatea cooperării între CNVM și reglementatori ai pietelor de capital din alte state a fost, de asemenea, reglementată la nivelul Statutului Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare.

### **4. Directiva 93/6/CEE privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit**

Scopul acestui act normativ comunitar este asigurarea protecției investitorilor, prin instituirea unor plafoane minime de respectat de către societățile de servicii de investiții financiare, în ceea ce privește capitalurile proprii. Directiva admite că aceste plafoane minime obligatorii pot varia<sup>4</sup> în funcție de riscurile pe care și le asumă o astfel de societate.

În sensul prevederilor articolului 8 din Directivă, s-au prevăzut obligații de raportare lunară pentru SSIF-uri. Stabilită la nivel de principiu, detalierea aspectelor legate de diferențierea pe categorii de risc, precum și modul de calcul pe operațiuni este trimisă la nivelul legislației secundare.

### **5. Directiva 89/592/CEE de coordonare a reglementărilor asupra "insider dealing"**

Acest act normativ comunitar urmărește combaterea operațiunilor pe piața de capital bazate pe informații care nu sunt accesibile publicului și care, în consecință, sunt susceptibile să acorde deținătorului un avantaj incorect față de alți investitori. Prin natura funcției, poziției sau relațiilor cu anumite persoane implicate, unii investitori sau persoane implicate sau afiliate se pot găsi în poziția de a dispune de astfel de informații, a căror utilizare ar conduce la afectarea funcționării normale a pieței de capital, care se bazează pe încredere, precum și pe principiul egalității șanselor investitorilor.

Armonizarea cu prevederile acestei Directive s-a urmărit prin introducerea unei secțiuni privitoare la interzicerea manipulării pieței și a tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate.

### **6. Directiva 97/9/CEE asupra schemelor de compensare a investitorilor**

Această Directivă urmărește asigurarea unui nivel minimal de protecție pentru micii investitori prezenți pe piața de capital, în cazul în care un intermediar nu își poate îndeplini obligațiile față de aceștia. În acest sens, se prevede obligativitatea înființării unor scheme de compensare care să acopere, până la un anumit plafon, pierderile survenite în astfel de circumstanțe (similar sistemului

<sup>2</sup> Art 14 din Directivă.

<sup>3</sup> Art 11 din Directivă.

<sup>4</sup> Plafoanele prevăzute de Directivă variază de la un minim de 125,000 euro (în anumite condiții 50,000 euro), până la un nivel de 730,000 euro.

<sup>5</sup> Art. 2.1 din Directivă.

<sup>6</sup> Art. 2.2 din Directivă.

bancar).

Armonizarea cu dispozițiile acestei Directive este urmarită prin articolele privitoare la Fondul de compensare a investitorilor<sup>5</sup> și prin cele referitoare la falimentul unei societăți de servicii de investiții financiare<sup>6</sup>. Stabilirea claselor de investitori susceptibile de a beneficia de acest Fond<sup>7</sup> este lăsată la nivelul legislației secundare.

### **7. Directiva 89/298/CEE asupra cerințelor privind redactarea, verificarea și distribuirea prospectului ce trebuie publicat dacă sunt oferite publicului valori mobiliare transferabile**

Principalul obiectiv al acestui act normativ comunitar este asigurarea protecției investitorilor prin accesul la o informație corespunzătoare cu privire la valorile mobiliare în care investește. Pentru aceasta, Directiva instituie obligativitatea publicării unui prospect, cu respectarea unui anumit conținut informațional minimal, în ceea ce privește valorile mobiliare care sunt oferite pentru prima dată publicului. Directiva prevede, de asemenea, cadrul normativ pentru recunoașterea reciprocă a acestor prospecte.

Armonizarea cu această Directivă s-a urmărit, în principal, prin modul de reglementare a următoarelor aspecte: 1) plasamentul privat (a fost eliminat din sfera de reglementare, natura și particularitățile acestuia necesitând o diferențiere clară față de reglementarea ofertei publice; această abordare reprezintă, de altfel, o practică internațională bine stabilită<sup>8</sup>, după cum demonstrează legislațiile a numeroase state, cu o piață de capital modernă și dezvoltată: SUA, Marea Britanie, Italia, Portugalia, Franta, etc.); 2) prospectul de ofertă publică (s-a instituit obligativitatea privind publicarea unui prospect<sup>9</sup>, cu respectarea condițiilor de apariție și de publicitate prevăzute de Directivă<sup>10</sup>, precum și obligativitatea menținerii realității informației incluse în acesta<sup>11</sup>); 3) recunoașterea reciprocă a prospectelor<sup>12</sup> (nu era prevăzută în vechea legislație) etc.

### **ANEXA 2: LISTA ACTELOR NORMATIVE COMUNITARE ANALIZATE**

1. Recomandarea 77/534/CEE privind codul de conduită european în domeniul tranzacțiilor cu valori mobiliare;
2. Directiva a IV-a, 78/660/EEC din 25 iulie 1978, bazată pe prevederile art. 54, alin. (3), lit. (g) al Tratatului, privind contabilitatea anuală a unor tipuri de companii;
3. Directiva 79/279/CEE asupra condițiilor de admitere a valorilor mobiliare la cota oficială a bursei, **abrogată**;
4. Directiva 80/390/CEE asupra cerințelor de redactare, verificare și distribuire a informațiilor necesare listării, ce trebuie publicate pentru admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei, **abrogată**;
5. Directiva 82/121/CEE privind informațiile pe care companiile ale căror valori mobiliare au fost admise la cota oficială a bursei trebuie să le publice în mod regulat, **abrogată**;
6. Directiva 82/148/CEE care amendează Directiva 79/279/EEC și Directiva 80/390/CEE, **abrogată**;
7. Directiva 85/611/CEE asupra coordonării legilor, regulamentelor și dispozițiilor administrative privind UCITS, **modificată** prin: Directiva 85/612/CEE, Directiva 88/220/EEC, Directiva 95/26/EC și Directiva 2000/64/EC;
8. Directiva a VII-a, 83/349/EEC din 13 iunie 1983, bazată pe prevederile art. 54, alin. (3), lit. (g) al Tratatului, privind contabilitatea consolidată;
9. Directiva 85/612/CEE privind cel de-al doilea subparagraf al Art.25(1) al Directivei 85/611/CEE;
10. Directiva 86/635/EEC din 8 decembrie 1986 asupra contabilității anuale și consolidate a băncilor și a altor instituții financiare;
11. Directiva 87/345/CEE care amendează Directiva 80/390/CEE, **abrogată**;
12. Directiva 88/220/CEE privind modificarea Directivei 85/611/CEE;
13. Directiva 88/627/CEE asupra informațiilor ce trebuie publicate în cazul achiziționării sau vinderii unei

<sup>7</sup> Art. 4 (2) din Directivă.

<sup>8</sup> Art. 2 (l) din Directivă.

<sup>9</sup> Art. 4 din Directivă.

<sup>10</sup> Art. 9, 10.1, 10.3 și 10.4 din Directivă.

<sup>11</sup> Art. 18 din Directivă.

<sup>12</sup> Secțiunea a V-a, art. 21 și următoarele, din Directivă.

- dețineri semnificative din capitalul unei companii listate, **abrogată**;
14. Directiva 89/117/EEC din 13 februarie 1989 privind obligația publicării rapoartelor contabile anuale de către sucursalele și filialele deschise într-un stat membru, ale unei instituții financiare sau de credit care este supusă jurisdicției altui stat;
  15. Directiva 89/298/CEE asupra cerințelor privind redactarea, verificarea și distribuirea prospectului ce trebuie publicat dacă sunt oferite publicului valori mobiliare tranferabile;
  16. Directiva 89/592/CEE ce coordonează reglementările asupra "insider dealing";
  17. Directiva a XI-a, 89/666/EEC din 21 decembrie 1989, privind cererile de transparență ale sucursalelor și filialelor deschise într-un stat membru de către unele tipuri de companii supuse jurisdicției unui alt stat;
  18. Directiva 90/211/CEE care amendează Directiva 80/390/CEE în privința recunoașterii reciproce a prospectelor de ofertă publice pentru listare, **abrogată**;
  19. Directiva 93/6/CEE privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit, **modificată** prin: Directiva 98/31/EC și Directiva 98/33/EC;
  20. Directiva 93/22/CEE asupra serviciilor de investiții în domeniul valorilor mobiliare, **modificată** prin: Directiva 95/26/EC, Directiva 97/9/EC și Directiva 2000/64/EC;
  21. Directiva 94/18/CEE care amendează Directiva 80/390/CEE, **abrogată**;
  22. Directiva 95/26/CEE care amendează Directiva 93/22/CEE și Directiva 85/611/CEE, **modificată** prin: Directiva 2000/12/EC și Directiva 2000/28/EC;
  23. Directiva 97/9/CEE asupra schemelor de compensare a investitorilor, **modificată** prin Directiva 2000/12/EC;
  24. Directiva 98/31/EC care amendează Directiva 93/6/EEC;
  25. Directiva 98/33/EC care amendează Directiva 93/6/EEC;
  26. Directiva 2000/12/EC privind începerea și desfășurarea activității instituțiilor de credit, **modificată** prin Directiva 2000/28/EC;
  27. Directiva 2000/28/EC care modifică Directiva 2000/12/EC;
  28. Directiva 2000/64 care amendează Directivele 85/611/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC și 93/22/EEC privind schimbul de informații cu statele terțe;
  29. Directiva 2001/34/EC privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei și privind informațiile ce trebuie publicate cu privire la valorile mobiliare respective;
  30. Directiva 2001/65/EC care amendează Directivele 78/660/EEC, 83/349/EEC și 86/635/EEC cu privire la regulile de evaluare privind contabilitatea anuală și consolidată pentru anumite tipuri de companii, cum ar fi băncile și alte instituții financiare;
  31. Directiva 98/26/CEE privind finalitatea decontării în sistemele de decontare a plăților și valorilor mobiliare.

## ANEXA 3: ACTE NORMATIVE INTERNE ANALIZATE

1. Constituția României, publicată în *Monitorul Oficial* no. 233 din 21 noiembrie 1991 (*Constituția*);
2. Legea nr. 101/1998 privind statutul BNR, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 203 din 1 iunie 1998, modificată de Legea 156/1999, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 500 din 18 octombrie 1999 (*Statutul BNR*);
3. Legea nr. 136/1995 privind asigurările și reasigurările în România, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 303 din 30 decembrie 1995, modificată de Legea Societăților de Asigurări;
4. Legea nr. 21/1996 - Legea concurenței, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 88 din 30 aprilie 1996 (*Legea Concurenței*);
5. Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale, republicată în *Monitorul Oficial* nr. 33 din 29 ianuarie 1998, așa cum a fost modificată de Legea nr. 99/1999, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 236 din 27 mai 2000, de Legea nr. 127/2000, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 345 din 25 iulie 2000 și de Ordonanța de urgență nr. 76/2001, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 283 din 31 mai 2001;
6. Legea nr. 32/2000 privind societățile de asigurări și supravegherea asigurărilor, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 48 din 10 aprilie 2000, modificată de Ordonanța de Urgență nr. 116/2000, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 311 din 5 iulie 2000 și de Ordonanța de Urgență nr. 51/2001, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 175 din 6 aprilie 2001 (*Legea Societăților de Asigurări*);
7. Legea nr. 52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 210 din 11 august 1994, așa cum a fost modificată de Ordonanța de urgență nr. 64/2000, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 243 din 1 iunie 2000 (*Legea Valorilor Mobiliare*);
8. Legea nr. 58/1998, legea bancară, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 121 din 23 martie 2000, așa cum a fost modificată de Ordonanța de urgență nr. 24/1999, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 130 din 31 martie 1999 și de Ordonanța de urgență nr. 56/2000, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 227 din 23 mai 2000;
9. Legea nr. 64/1995 privind procedura reorganizării judiciare și a falimentului, republicată în *Monitorul*

*Oficial* nr. 608 din 13 decembrie 1999;

10. Ordonanța nr. 20/1998 privind constituirea și funcționarea fondurilor cu capital de risc, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 41 din 30 ianuarie 1998.
11. Ordonanța nr. 24/1993 privind constituirea și funcționarea fondurilor deschise de investiții și a societățile de investiții ca instituții de intermediere financiară, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 210 din 30 august 1993;
12. Ordonanța Guvernului nr. 69/1997 privind piețele reglementate de mărfuri, servicii și instrumente derivate, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 227 din 30 august 1997, aprobată și modificată de Legea nr. 29/2000, publicată în *Monitorul Oficial* nr. 361 din 3 august 2000 (*Legea Burselor de Mărfuri*);