

Cuprins

ABREVIERI	5
CUVINTE DE ÎNCEPUT LA EDIȚIA I	7
CUVINTE DE ÎNCEPUT LA EDIȚIA A II-A	11
TITLUL I. NOȚIUNEA ȘI CARACTERISTICILE PIEȚEI DE CAPITAL	13
Secțiunea 1. Noțiunea pieței de capital	13
Secțiunea 2. Caracteristicile juridice ale pieței de capital	26
Secțiunea 3. Corelația reglementărilor pieței de capital cu cele ale altor discipline	30
Secțiunea 4. Istoric. Izvoarele de drept obiectiv	32
TITLUL II. INSTITUȚII JURIDICE	39
CAPITOLUL 1. INSTRUMENTE FINANCIARE	40
Secțiunea 1. Valori mobiliare	43
Subsecțiunea 1. Titluri de capital	50
Subsecțiunea 2. Titluri de datorie	60
Secțiunea 2. Instrumente ale pieței monetare	62
Secțiunea 3. Titluri de participare la organisme de plasament colectiv (OPC)	63
Secțiunea 4. Instrumente financiare derivate	65
Subsecțiunea 1. Instrumente financiare derivate având ca activ suport alte instrumente financiare, indici și mărfuri	65
Subsecțiunea 2. Instrumente derivate pentru transferul riscului de credit	70
Subsecțiunea 3. Contracte financiare pentru diferențe	73
Secțiunea 5. Certificate de emisii	74
Secțiunea 6. Criptoactive	75
Secțiunea 7. Servicii și activități de investiții	79
CAPITOLUL 2. LOCURI DE TRANZACȚIONARE. PIAȚA REGLEMENTATĂ	81
Secțiunea 1. Definiții. Conținut juridic al pieței reglementate <i>stricto sensu</i>	82
Secțiunea 2. Sistemele alternative de tranzacționare și abordarea europeană	85
Secțiunea 3. Operatorii independenți	89

CAPITOLUL 3. CONTRACTUL DE VÂNZARE CUMPĂRARE AVÂND CA OBIECT INSTRUMENTELE FINANCIARE. OPERAȚIUNI DE PIAȚĂ.....	91
Secțiunea 1. Specii de contracte de vânzare	92
Secțiunea 2. Conceptul de contract bursier.....	94
Subsecțiunea 1. Lipsa unui izvor normativ expres al contractului „bursier” în condițiile supra-reglementării proprii legislației pieței de capital	95
Subsecțiunea 2. Caractere juridice generale	104
Secțiunea 3. Condițiile de validitate a contractelor bursiere	111
Secțiunea 4. Conținutul (efectele) contractului bursier	124
Subsecțiunea 1. Negocierea.....	126
Subsecțiunea 2. Compensarea	133
Subsecțiunea 3. Caracterul definitiv al tranzacțiilor încheiate pe piața administrată de BVB SA	138
Subsecțiunea 4. Livrarea. Dreptul de proprietate	148
Secțiunea 5. Varietăți ale contractului de vânzare instrumente financiare ...	151
Subsecțiunea 1. Contractul bursier încheiat în locurile de tranzacționare operate de BVB SA.....	153
Subsecțiunea 2. Alte specii de contracte bursiere	161
Secțiunea 6. Oferte publice.....	162

TITLUL III. PARTICIPANȚII PIEȚEI DE CAPITAL. ENTITĂȚILE REGLEMENTATE	173
---	------------

CAPITOLUL 1. AUTORITATEA DE REGLEMENTARE. AUTORITATEA DE SUPRAVEGHERE FINANCIARĂ.....	175
Secțiunea 1. Autorități consultative.....	175
Secțiunea 2. Izvoarele europene	177
Secțiunea 3. Reglementarea internă	181
Secțiunea 4. Competențele Autorității de Supraveghere Financiară	184
Subsecțiunea 1. Funcția normativă	186
Subsecțiunea 2. Funcția de autorizare și supraveghere.....	193
Subsecțiunea 3. Funcția de investigare și sancționare.....	200
CAPITOLUL 2. INTERMEDIARII	211
Secțiunea 1. Monopolul intermediarilor	213
Secțiunea 2. Restricții statutare	217
Secțiunea 3. Restricții funcționale.....	225
Secțiunea 4. Intermediarii în operațiuni transfrontaliere	232
Secțiunea 5. Contractul de servicii și activități de investiții. Reguli de conduită	238
Subsecțiunea 1. Obligațiile intermediarilor	243
§1. Obligațiile de informare	244

§2. Obligația de executare a obiectului contractului	249
§3. Diligența în executarea obligațiilor. Reguli de conduită	251
§4. Obligația de raportare a intermediarului	254
Subsecțiunea 2. Obligațiile clientului	256
Subsecțiunea 3. Contracte încheiate la distanță	257
Subsecțiunea 4. Soluționarea litigiilor	259
Secțiunea 6. Scheme de compensare a investitorilor	260
 CAPITOLUL 3. CONSULTANȚII DE INVESTIȚII ȘI AGENȚIILE DE RATING	265
Secțiunea 1. Cerințe statutare	266
Secțiunea 2. Cerințe profesionale	266
Secțiunea 3. Agențiile de rating	268
 CAPITOLUL 4. ALTE PERSOANE CARE PRESTEAZĂ SERVICII DE INVESTIȚII	271
 CAPITOLUL 5. DEPOZITARUL CENTRAL DE VALORI MOBILIARE (CSD)	273
Secțiunea 1. Funcțiile-suport necesare executării contractelor bursiere având ca obiect instrumente financiare, altele decât instrumentele financiare derivate	273
Secțiunea 2. Reglementarea Depozitarului Central	280
Subsecțiunea 1. Cadrul statutar	282
Subsecțiunea 2. Cadrul funcțional	285
Subsecțiunea 3. Autorizarea depozitarului central	286
Subsecțiunea 4. Funcționarea Depozitarului central	289
§1. Ipoteca mobilă asupra instrumentelor financiare	297
§2. Garanțiile financiare	314
§3. Poprirea și sechestrul instrumentelor financiare	315
Subsecțiunea 5. Reglementări proprii	318
 CAPITOLUL 6. CONTRAPARTEA CENTRALĂ ȘI CASA DE COMPENSARE. REGISTRUL CENTRAL DE TRANZACȚII	321
Secțiunea 1. Funcțiile-suport necesare executării contractelor bursiere având ca obiect instrumente financiare derivate	321
Secțiunea 2. Contrapartea centrală/casa de compensare	322
Subsecțiunea 1. Cadrul statutar	324
Subsecțiunea 2. Cadrul funcțional	325
Subsecțiunea 3. Autorizarea Contrapărții Centrale	328
Subsecțiunea 4. Funcționarea Contrapărții Centrale	330
Secțiunea 3. Registrul central de tranzacții	342

CAPITOLUL 7. OPERATORI DE PIEȚE REGLEMENTATE ȘI PIEȚE ALTERNATIVE	344
Secțiunea 1. Operatorii, participanți specializați	345
Secțiunea 2. Administrarea sistemelor alternative de tranzacționare (SMT, SOT)	352
Secțiunea 3. Operatorii autorizați de A.S.F.	355
CAPITOLUL 8. OPC – ORGANISME DE PLASAMENT COLECTIV	363
Secțiunea 1. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)	365
Subsecțiunea 1. Fondurile de investiții	370
Subsecțiunea 2. Societățile de investiții	374
Secțiunea 2. Societatea de administrare a investițiilor	381
Secțiunea 3. Depozitarul	390
Secțiunea 4. Politica de investiții a OPCVM	394
Secțiunea 5. Alte organisme de plasament colectiv. Fondurile de investiții alternative (FIA)	400
Subsecțiunea 1. Fonduri de investiții alternative	401
Subsecțiunea 2. Administratorii de fonduri alternative (AFIA)	422
Subsecțiunea 3. Depozitarul, politici de investiții și raportare	428
CAPITOLUL 9. ADMINISTRAREA SPECIALĂ ȘI LICHIDAREA ADMINISTRATIVĂ	432
Secțiunea 1. Reglementarea Legii privind piețele de instrumente financiare	433
Secțiunea 2. Reglementarea de drept european. Implementarea de drept intern	435
CAPITOLUL 10. EMITENȚII	440
Secțiunea 1. Emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată	442
Subsecțiunea 1. Emitenții piețelor reglementate	443
Subsecțiunea 2. Procedura admiterii la tranzacționare	446
Secțiunea 2. Emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare sau sunt tranzacționate în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare sau sistem organizat de tranzacționare	458
TITLUL IV. PROTECȚIA INVESTITORILOR	462
CAPITOLUL 1. PROTECȚIA PIEȚELOR DE TRANZACȚIONARE	465
Secțiunea 1. Transparența pieței. Obligații de informare pre- și post-tranzacționare	466

Subsecțiunea 1. Cerințe privind transparența pentru locurile de tranzacționare în ceea ce privește titlurile de capital	468
Subsecțiunea 2. Cerințe privind transparența pentru locurile de tranzacționare în ceea ce privește alte instrumente financiare decât cele de capital.....	472
Subsecțiunea 3. Transparența impusă altor locuri de tranzacționare	474
Subsecțiunea 4. Alte obligații de transparență	475
Secțiunea 2. Obligații de informare și raportare ale emitenților ale căror instrumente financiare se tranzacționează pe o piață reglementată	478
Subsecțiunea 1. Informarea continuă.....	480
Subsecțiunea 2. Informarea periodică	487
Secțiunea 3. Integritatea pieței. Abuzul de piață	494
Subsecțiunea 1. Domeniu de aplicare și exceptări.....	496
Subsecțiunea 2. Regimul informațiilor privilegiate	499
§1. Obligația de publicare a informațiilor privilegiate	504
§2. Obligația de a nu divulga informațiile. Obligația de confidențialitate.....	506
§3. Utilizarea abuzivă a informațiilor privilegiate.....	510
Subsecțiunea 3. Manipularea pieței	515
Subsecțiunea 4. Răspunderea juridică.....	519
§1. Exonerarea de răspundere în materia informațiilor privilegiate	525
§2. Exonerarea de răspundere în materia manipulării pieței	526
Subsecțiunea 5. Cumulul sancțiunii penale cu sancțiunea administrativă în dreptul intern și european.....	528
CAPITOLUL 2. PROTECȚIA DREPTURILOR ACȚIONARILOR	541
Secțiunea 1. Retragera de la tranzacționare a acțiunilor societăților listate	541
Subsecțiunea 1. Retragera de la tranzacționare de pe o piață reglementată.....	542
Subsecțiunea 2. Retragera de la tranzacționarea pe un sistem multilateral de tranzacționare	549
Secțiunea 2. Guvernanța corporativă și societățile listate	555
Secțiunea 3. Ofertele publice	577
Subsecțiunea 1. Oferta publică de vânzare.....	585
Subsecțiunea 2. Oferta publică de cumpărare	590
§1. Oferta publică de preluare voluntară	593
§2. Ofertele publice de preluare obligatorii	600
Subsecțiunea 3. Retragera acționarilor dintr-o societate.....	610
Secțiunea 4. Reguli speciale de administrare a societăților listate	614
Subsecțiunea 1. Participarea la adunările generale	615
Subsecțiunea 2. Deliberarea în adunările generale	635
Subsecțiunea 3. Administrarea societăților listate	643

§1. Mandatul membrilor organelor de administrare	644
§2. Puterile organelor administrative	665
Subsecțiunea 4. Modificări esențiale ale societății emitente.....	671
§1. Dreptul de preferință	673
§2. Aportul în natură	676
§3. Conversia datoriilor în acțiuni	679
§4. Majorarea valorii nominale a acțiunilor	682
§5. Anularea operațiunii de majorare de capital. Înregistrarea modificărilor valorilor mobiliare	684
Subsecțiunea 5. Drepturi financiare ale acționarilor	687
Subsecțiunea 6. Audit și informare	690
 BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ.....	 693

Titlul I

Noțiunea și caracteristicile pieței de capital

Secțiunea 1

Noțiunea pieței de capital

1. Introducere. Dreptul comercial rămâne una dintre cele mai dinamice ramuri de drept prin diversitatea raporturilor juridice reglementate, rezultată din interacțiunile sociale crescânde din zona economică dar și din volumul normativ aflat în continuă expansiune. Dacă dreptul civil, ca gen proxim, se bucură de o anumită stabilitate normativă (practic opera normativă este cuprinsă în Codul Civil la care se adaugă legile speciale, existente într-un număr relativ restrâns), ramura sa, dreptul comercial, este într-o extindere explozivă. Înglobarea dreptului comercial, în dreptul civil, ca urmare a adoptării sistemului unității dreptului privat, nu poate înfrâna evoluția ramurii comerciale, chiar dacă acest lucru anulează în parte strădania de codificare a dreptului civil. Așa cum în cazul unei construcții fundația, baza clădirii, este foarte puțin aptă a suferi extensii și modificări majore, însă dezvoltarea verticală este una deschisă, la fel fundația unică a dreptului civil este mult mai rezistentă la adaosuri, în timp ce dezvoltările verticale, ramurile speciale de drept civil, precum dreptul comercial, au tendința de a adăuga febril „etaje” normative cât mai multe. „Recursul” la fundația de drept comun este însă întotdeauna binevenit, pentru că acest nivel asigură rezistența edificiului juridic, permite găsirea soluțiilor juridice acolo unde nivelurile superioare nu au dezvoltare proprie.

Deja dreptul comercial în sine are tendința de a sedimenta un drept comun propriu (un etaj inferior din edificiul juridic care are ca fundație dreptul civil) și sisteme normative speciale cu o configurație din ce în ce mai pronunțată.

În general, maturitatea și stabilitatea unui sistem poate fi măsurată în individualizarea, în evidențierea din ce în ce mai clară a unor subsisteme cu tendințe autarhice pronunțate, așa cum un organism superior permite ușor observarea și rolul unor organe cu funcții specifice. Dreptul comercial este o astfel de ramură civilă evoluată care, în urma unei opere legislative continue, prezintă o multitudine de norme cu vocația de a alcătui un subsistem evoluat, cu finalitate bine conturată.

Observarea sistemului normativ comercial, în general, relevă faptul că regula cea mai răspândită după care s-a făcut coagularea unor subsisteme normative în domeniu este aceea a creațiilor administrative, a transplantului de autorități administrative în domenii comerciale bine conturate, autorități care induc un nivel de raporturi juridice de autoritate între ele și participanții la raporturile juridice civile din domeniu. În privința etiologiei fenomenului, se poate dezbate dacă nevoile de reglementare (și supra reglementare) în anumite domenii comerciale au condus la instituirea de autorități administrative sau, în sens invers, tocmai instituirea acestor

autorități a fost motorul normativizării excesive și coagulării unui subsistem special de drept. Indiferent de cronologia cauzală a apariției acestor domenii, se observă ușor faptul că aceste „autorități” preiau cu entuziasm sarcini de reglementare în domeniile lor, creând cu perseverență o „masă critică” de materie normativă, care tinde să absoarbă un număr cât mai mare de subiecte de drept. Latura pozitivă a acestui fenomen este reprezentată de individualizarea unui subsistem de drept prin forța „centripetă” exercitată de gravitația autorității normative, forță care asigură coeziunea și unitatea subiectelor de drept aflate în câmpul de reglementare. Latura negativă este însă ușor de observat: astfel de autorități administrative au tendința de „autojustificare” a existenței prin legiferare continuă care tinde să devină covârșitoare, complexă și... inutilă. Mai mult, deși competențele de reglementare ale unor asemenea autorități sunt întotdeauna limitate de dreptul normativ cu rang de lege, având fie caracterul de „aplicare a legii”, fie rezidă în puteri punctuale și bine delimitate de lege, autoritățile administrative vor forța întotdeauna limitele competențelor lor, având tendința de a umple orice lacună sau interstițiu din țesătura normativă (cu rang de lege), prezentând sindromul care s-ar putea numi „oroare de vid” sau alergia spațiilor goale.

Ne reamintim faptul că norma juridică are o vocație generală, așa încât orice sistem normativ este prin concepție un sistem „interstițial”, o structura care nu-și propune să sorteze și să evalueze în mod direct fiecare raport juridic concret. Finalitatea normei rezidă tocmai în raza mare de cuprindere și refuzul alunecării în particular. Dată în sarcina unei autorități administrative, norma juridică va fi multiplicată cu sârguință pentru traducerea tiparului ei pentru cât mai multe raporturi juridice concrete. În acest mod activitatea autorității va fi nu numai laborioasă, dar și una de Sisif. O adevărată pedeapsă.

2. Autoritățile administrative implantate în teritoriul dreptului civil, odată cu înglobarea dreptului comercial, marchează de obicei maturitatea unui subdomeniu particular, dar și interesul deosebit de care se bucură în ochii legiuitorului raporturile juridice din zona respectivă. Supravegherea legalității conferită acestor autorități este dublată de competențe normative exprese. O astfel de autoritate este una dintre „mărcile” unui subdomeniu comercial bine individualizat.

Banca Națională a României, Autoritatea de Supraveghere Financiară, Consiliul Concurenței etc., toate reprezintă confirmări ale unor domenii comerciale bine conturate. Individualizarea unor astfel de domenii și dezvoltarea lor independentă este dată în mod necesar de atribuțiile organului administrativ. Deși orice astfel de subdomeniu își revendică individualitatea prin specificul raporturilor juridice acoperite, marca incontestabilă a separării este tocmai autoritatea administrativă plantată în interiorul său. În ultimă instanță aceste protuberanțe din câmpul comercial semnalizează creații normative cu regim de lege comercială specială. Atât organisme administrative, împreună cu normele lor de instituire, cât și reglementările speciale aferente, reprezintă adaosuri comerciale cu tendințe autarhice.

Situația dreptului comercial este cu atât mai aparte cu cât „dreptul comun”, civil, este reprezentat de un corp normativ închis: Codul civil. Legiuitorul român nu

mai este, în mod poate nedrept, interesat de modernizarea și adăugirea la acest corpus, inclusiv prin adoptarea unui nou cod comercial. Departe de a nega sistemul unității dreptului civil, un nou cod comercial ar putea reprezenta o codificare utilă a normelor civile din subramura comercială. Oricum, domenii normative care aparțineau în mod tradițional acestui corpus, au rămas reglementate independent, cu excluderea lor din cod (societățile cunoscute în mod tradițional drept „comerciale”, de exemplu). Caracterul închis al Codului civil duce la excluderea practic a tuturor subdomeniilor care au cunoscut o dezvoltare separată, fără a avea aprioric o vocație de subdomenii distanțate de corpusul comercial. Urmând această logică se vorbește de un drept societar sau de un drept al insolvenței ca domenii individualizate, deși locul lor este intim legat de dreptul comercial clasic sau actual.

Dintre aceste subdomenii comerciale care își reclamă independența, poate cea mai proeminentă poziție este deținută de dreptul pieței de capital. Chiar în mod tradițional, această ramură juridică nu a intrat sub umbrela normativă a Codului Comercial și cu atât mai puțin a Codului civil prezent, cunoscând o dezvoltare separată. În prezent granițele domeniului sunt puternic conturate de atribuțiile organului său administrativ autonom (Autoritatea de Supraveghere Financiară), dar în primul rând de creația legislativă impresionantă oferită pieței de capital.

Dacă în prezent se poate argumenta că „federalizarea” dreptului comercial în interiorul dreptului civil este prematură și inoportună, probabil că atunci când acest lucru va fi general acceptat, dreptul pieței de capital va fi cea mai vizibilă nouă entitate cu ascendență comercială.

3. Conținutul economic al domeniului pieței de capital și conținutul juridic. Percepția comună a „pieței” este locul unde se efectuează schimburi comerciale cu mărfuri sau alte valori economice.

Puțin mai sofisticat, economic¹, ea reprezintă spațiul real sau virtual de întâlnire a cererii cu oferta, unde, prin mecanismul negocierii, se formează tranzacția, contractul, cu termenii săi principali: prețul și cantitatea mărfurilor. Noțiunea economică poate să se detașeze de locul de desfășurare a acțiunii definind doar volumul cererii și ofertei².

Acolo unde marfa tranzacționată este în esență capitalul, în mod direct sau prin intermediul instrumentelor financiare create în scopul fluidizării transferurilor, intrăm în domeniul piețelor „financiare”, ca domeniu generic.

¹ Pentru o accepțiune economică vezi G. Anghelache, *Piața de capital: caracteristici, evoluții, tranzacții*, Ed. Economică, București, 2004; G. Anghelache, *Bursa și piața extra bursieră*, Ed. Economică, București, 2000; I. Stancu, *Finanțe*, Ed. Economică, București, 1997; I. Popa, *Bursa*, Ed. Adevărul, București, 1993, vol. I și II.

² „Totalitatea relațiilor generate de actele de vânzare cumpărare (DEX, 2009)”, „Sfera a circulației mărfurilor, cererea și oferta de mărfuri” (DEX, 1998).

În funcție de specializarea piețelor economice, a substanței tranzacțiilor, mediul economic distinge între piața de capital, piața financiară³, piața monetară, piața ipotecară etc. Astfel de distincții sunt create de reglementări speciale care și-au trasat cu precizie obiectul și raporturile juridice reglementate.

Unele dintre delimitări sunt exclusive, negând suprapunerea dintre piețe. Abordarea americană în domeniu, care a statuat cu claritate o astfel de distincție o perioadă îndelungată, și-a extras soluția din criza din 1929-1933 când întrepătrunderea dintre piața de capital și piața creditului, și căderea primei, a molipsit profund întreg mediul economic. Drept urmare, cele două piețe au fost clar demarcate, jucătorilor „bancari” fiindu-le refuzată participarea în mod direct în industria valorilor mobiliare⁴.

O primă viziune a pieței de capital își are izvorul în concepția dihotomică instaurată de Legea *Glass-Steagall* în America, în separarea strictă a două domenii eminamente financiare, din rațiuni de protecție și izolare a riscurilor. Cele două domenii aparțin, juridic, dreptului comercial și privesc actele și operațiunile bancare și actele și operațiunile privind valorile mobiliare.

Aparent nenaturală, separarea lor a reprezentat concluzia unei crize puternice și nu este nicio surpriză că o criză mai recentă a readus în discuție soluții normative pe piața financiară. Specificul crizei din 2007-2010 este acela că piața creditului este cea care a generat pierderile, piață care a indus însă efecte și mai puternice în piața de capital. Răspunsul american, deși nu a mers până la magnitudinea separării totale a piețelor, a fost reprezentat de interzicerea implicării băncilor în acțiuni speculative care nu sunt în beneficiul clienților. Cel puțin ca regulă a fost interzisă tranzacționarea „pe contul băncilor” a resurselor atrase de la clienți⁵. Regula a intrat în vigoare din anul 2015.

Reglementarea pieței de capital trebuie să privească la aceste abordări ciclice, cel puțin din perspectiva izolării obiectului propriu de studiu.

³ Abordarea economică consideră piața financiară genul superior care are ca specii (după maturitatea transferurilor) piața monetară și valutară pe de o parte și piața de capital, de asigurări și imobiliară pe de altă parte. (I. Stancu, D. Stancu, *Finanțe corporative cu Excel*, Ed. Economică, București, 2012, p. 43).

⁴ *Glass Steagall Act (1933)* – reprezentând patru capitole din legea bancară din acel an – *Banking Act 1933* – conținea o separare clară între băncile comerciale, băncile de investiții (activând în piața de capital) și asigurări. Astfel, Secțiunea 16 interzicea băncilor comerciale angajarea în majoritatea activităților de intermediere financiară; Secțiunea 20 interzicea afilierea între bănci și societăți de intermediere; Secțiunea 21 interzicea, în replică, societăților de investiții angajarea în activități bancare și Secțiunea 32, interzicea angajaților, directorilor, administratorilor societăților de intermediere financiară de a presta activități și pentru o bancă comercială din sistemul federal.

În prezent însă „schisma” a fost mult atenuată: *Gramm-Leach-Bliley Act (1999)* a eliminat Secțiunile 16 și 32, ante prezentate, precum și restricțiile privind afilierea.

⁵ *Volcker Rule* se referă la secțiunea § 619 din *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (codificată în Titlul 12 U.S. Code, Art. 1851), inițial propusă de economistul american (fost președinte al *US Federal Reserve*) Paul Volcker. Regula interzice băncilor americane să facă investiții speculative în nume propriu, dar folosind fondurile clienților. Totuși în 2020, la inițiativa FED, au fost eliminate din restricții, în special reguli care limitează investițiile bancare în capital de risc și împrumuturi securizate.

4. Viziunea prezentă a pieței de capital și a pieței monetare. Soluția europeană în privința actorilor de pe cele două piețe a fost din start una opusă celei americane, în întâmpinarea ideilor de globalizare, libertate economică și armonizare europeană. Serviciile de intermediere financiară sunt în mod natural accesibile băncilor, instituțiile de credit rămânând sub supravegherea autorității bancare, impunându-li-se doar respectarea cerințelor normale de operare pe o piață reglementată, specifice pieței de capital. Dubla autorizare (pentru piața bancară și cea de capital) este exclusă – autoritatea competentă a pieței de capital neavând atribuții de autorizare asupra băncilor – excluderea de principiu din obiectul reglementării (al directivelor cu impact în privința serviciilor de intermediere financiară) fiind una expresă⁶. Cu alte cuvinte actorii din piețele reglementate specifice domeniului pieței de capital își păstrează regimul propriu de autorizare al domeniului în care s-au născut, fără a neglija însă regimul normativ de evoluție în domeniul pieței de capital.

Deși această viziune nu este în pericol de schimbare, fenomenele și manifestările studiate, din păcate pe viu, în timpul crizei din 2007-2010, au indus legiuitorului european nevoia stringentă de retrasare a regulilor, cu accent pe domeniul pieței creditului.

Viziunea europeană rămâne una integratoare. Piața de capital este mai degrabă un punct de confluență a piețelor monetare cu piețele financiare (ale instrumentelor financiare) din prisma actorilor ei, un loc de întâlnire a jucătorilor specializați: băncile comerciale pe de o parte și firmele de investiții, intermediarii în instrumente financiare, pe de altă parte. În acest mod băncile europene tind spre dimensiunea unor bănci universale, cu aptitudine financiară generală pe piața monetară și cea a instrumentelor financiare. Viziunea este una accentuat concurențială însă concluziile crizei americane din prima jumătate a secolului trecut, ca și cea mult mai recentă, împreună cu măsurile induse de aceasta, nu pot fi ignorate.

Raportul Liikanen. În anul 2012, un grup de experți, condus de Erkki Liikanen, a adoptat un raport⁷ axat în principal pe nevoia de restructurare a sectorului

⁶ Directiva privind serviciile financiare reglementează situația instituțiilor de credit într-un mod pozitiv, precizând expres normele aplicabile și acestor instituții. Directiva 2004/39/CE, MiFID I, (privind piețele instrumentelor financiare, de modificare a Directivelor 85/611/CEE și 93/6/CEE ale Consiliului și a Directivei 2000/12/CE a Parlamentului European și a Consiliului și de abrogare a Directivei 93/22/CEE a Consiliului), art. 1 alin. (2): „Următoarele dispoziții se aplică și instituțiilor de credit autorizate în temeiul Directivei 2000/12/CE atunci când acestea furnizează unul sau mai multe servicii de investiții și/sau exercită una sau mai multe activități de investiții: (...)”. Din anul 2018, odată cu abrogarea Directivei 2004/39/CE, se aplică art. 1 alin. (3) din Directiva MiFID II (2014/65/UE): „Următoarele dispoziții se aplică și instituțiilor de credit autorizate în temeiul Directivei 2013/36/UE în cazul în care acestea furnizează unul sau mai multe servicii de investiții și/sau desfășoară una sau mai multe activități de investiții: (...)” În acest mod instituțiile de credit rămân supuse regulilor de autorizare proprii, dar implicarea lor pe piața de capital (fără restricții) atrage respectarea nivelului normativ propriu acestei piețe.

⁷ Raportul *Liikanen*, în prezent mutat de pe site-ul Comisiei Europene, dar păstrat la adresa https://web.archive.org/web/20121003231405/http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf.

bancar al Uniunii, dar care privește în mare parte și domeniul pieței de capital pe care activează băncile universale. Acest raport identifică riscuri ale activităților sistemului bancar care țin de interconectivitatea dintre activitatea clasică bancară și comerțul cu instrumente financiare. Din cele cinci propuneri finale reține atenția prima propunere, care privește domeniul pieței de capital. „*Proprietary trading*”, înțeleasă ca o tranzacționare pe cont propriu, trebuie transferată unei entități legale separate, dacă această activitate reprezintă o parte importantă a activității băncii. Este gândit un prag pentru delimitarea entității noi: dacă activitatea respectivă reprezintă un procent de cca 15%-20% din activele băncii sau peste 100 miliarde de euro. Această măsură este de natură să asigure faptul că tranzacționarea dincolo de aceste limite este suportată din resursele proprii ale băncii și este separată de depozitele atrase de bancă. Ca rezultat, depozitele clienților nu vor suporta riscul activității de tranzacționare. Totuși, modelul european al băncii universale va fi păstrat neatins cât timp separarea are un prag înalt, iar entitatea supusă separării poate rămâne în același grup bancar. În acest mod, poziția concurențială a băncii nu va fi afectată. Trebuie observat faptul că propunerile raportului nu au găsit reflectare normativă expresă.

Totuși, nevoia de reformare a reglementărilor financiare a condus la înființarea Autorității Bancare Europene (EBA), în octombrie 2013.

Raportul Draghi. Recomandările din *raportul Draghi* din 9 septembrie 2024 scrutează viitorul privind Uniunea Piețelor de Capital (*Capital Markets Union – CMU*) și serviciile financiare.

Raportul afirmă că un motiv de frânare pentru intermedierea financiară mai puțin eficientă în Europa este că piețele de capital rămân fragmentate, iar fluxurile de economii către piețele de capital sunt mai mici. În concluzie propunerile concrete de politică referitoare la CMU și serviciile financiare ținesc reducerea fragmentării piețelor de capital prin eliminarea barierelor pentru inovație, creșterea companiilor și proiecte mari de infrastructură în Europa, crescând astfel cererea de capital de risc și pentru volume mai mari de finanțare prin piețele de capital.

Raportul propune introducerea unei Comisii Europene pentru Valori Mobiliare și Piețe. Autoritatea existentă, ESMA, ar trebui să treacă de la un organism care coordonează reglementatorii naționali la un singur organism comun de reglementare pentru toate piețele de securitate ale UE, similar cu SEC-ul american. În acest scop, ESMA ar trebui să primească supravegherea exclusivă asupra: mari emitenți multinaționali; piețe majore reglementate cu platforme de tranzacționare în diverse jurisdicții; și contra părți centrale (CPC-uri).

Pentru a depăși probabila opoziție, autoritatea de reglementare a UE va trebui să împartă supravegherea cu autoritățile naționale și să obțină cooperarea acestora.

În cele din urmă, UE ar trebui să urmărească crearea unei contra părți centrale (CCP) unice și a unui Depozitar (CSD) unic pentru toate tranzacțiile cu valori mobiliare, începând prin consolidarea celor mai mari CCP-uri și CSD-uri.

5. Piața de capital ca obiect de studiu juridic. Juridic, piața de capital poate acoperi mai multe ipostaze și conceptualizări. Are o accepțiune de instituție juridică, de ansamblu de norme care reglementează domeniul tranzacțiilor cu instrumente financiare, instituție juridică de drept comercial. Această instituție juridică tinde însă spre individualizare și conturare ca subdomeniu special de drept comercial.

Piața de capital are și o accepțiune palpabilă, de organ, organism, instituție specifică care prilejuiește în mod practic realizarea intermediilor, ringul de expunere și împerechere a cererii cu oferta. În principal ne referim la piața reglementată ca instituție reprezentativă care, *lato sensu*, se poate suprapune semantic peste conceptul de piața de capital.

Piața de capital poate să însemne și totalitatea participanților și mecanismelor implicate pentru realizarea tranzacțiilor.

Titlurile de valoare reprezintă un domeniu important de studiu din dreptul comercial, cu vechime în reglementare. Dintre acestea, valorile mobiliare au un profil aparte. Dezvoltările comerciale și nevoia de „produse” (financiare) comerciale cât mai sofisticate au născut genul instrumentelor financiare, titluri de valoare cu suport normativ care includ și specia valorilor mobiliare.

Noțiunea de *instrumente financiare* are un loc privilegiat în materia pieței de capital, este noțiunea care coagulează în jurul ei normele juridice din acest domeniu de reglementare, ajutând la definirea unui subdomeniu comercial special. Perspectiva administrativă a subdomeniului asigură o identificare facilă a trasării granițelor însă, conceptul de instrumente financiare reprezintă forța internă care asigură coeziunea sistemică a dreptului pieței de capital.

6. Piața reglementată este conceptul necesar pentru a asigura „suportul” juridic, dar și material pentru evoluția instrumentelor financiare. Aceste instrumente, cu caracter necorporal, în reglementările moderne nu mai sunt încorporate în niște înscrisuri de legitimare. Circulația lor este pur electronică, evidențiată prin înscriere în cont. În acest context, piața reglementată și instituțiile cu caracter de participanți la această piață capătă rolul de garanți ai existenței și ai circuitului acestor instrumente financiare. Dincolo de acest rol de suport „material”, piața reglementată înseamnă și ansamblul de reguli care guvernează circuitul juridic al instrumentelor comerciale, circuit care în esență asigură valoarea instrumentelor financiare. În lipsa suportului pentru transfer, valorificare, depozitare sigură și de încredere a deținerii, toate aceste instrumente financiare nu ar fi altceva decât o „superbă iluzie”. Piața reglementată este o noțiune mai strictă în dreptul pieței de capital decât înțelesul intuitiv, de loc de tranzacționare. În interiorul acestei noțiuni comune încap, alături de piața reglementată, și sistemele alternative de tranzacționare.

7. Operațiuni de piață. Alături de instrumentele financiare și piața reglementată, actele juridice și materiale care asigură circulația acestor instrumente pe suportul oferit de piețe, alcătuiesc un corpus normativ esențial pentru piața de

capital. Formele juridice de transfer fixează miezul reglementării, dau rațiune și finalitate obiectului lor: instrumentele financiare evidențiate și „afișate” de piețele financiare suport.

Dacă instrumentele financiare asigură coeziunea diviziunii de drept comercial iar piețele reglementate fixează în concret un domeniu foarte abstract, operațiunile de piață asigură masa proprie, conținutul raporturilor juridice de drept al pieței de capital.

Instrumentele financiare, operațiunile de piață și piețele reglementate reprezintă tridentul instituțional în jurul căruia se coagulează piețele financiare ca obiect de studiu juridic al dreptului pieței de capital.

Având în față viziunea redată a pieței de capital, pot fi fixate reperele acestui subdomeniu de drept comercial.

Dreptul piețelor financiare sau dreptul pieței de capital reprezintă ramura de drept comercial, ansamblul de norme care reglementează raporturile juridice având drept conținut drepturile și obligațiile subiective purtând asupra instrumentelor financiare transferate pe o piață reglementată sau alt loc de tranzacționare.

În acest mod sunt surprinse instituțiile fundamentale reținute pentru domeniul pieței de capital, instrumentele financiare, piețele reglementate, iar „operațiunile de piață” sunt redată prin conținutul juridic al acestor acte juridice specifice pieței de capital.

Raporturile juridice născute în legătură cu instrumentele financiare tranzacționate pe piețe reglementate sunt supuse reglementării, supravegherii și controlului autorității administrative reprezentate de Autoritatea de Supraveghere Financiară. Privind dinspre competențele acestei autorități autonome, așa cum am subliniat, avem posibilitatea cea mai facilă de a trasa un perimetru propriu al piețelor financiare reglementate. Competențele A.S.F. se întind pe toată suprafața piețelor financiare studiate. Dincolo de aceste competențe, tranzacționarea valorilor mobiliare și a altor instrumente financiare iese de pe teritoriul dreptului financiar, rămânând în teritoriul general al dreptului comercial.

8. Trăsături comune domeniului. Apropiindu-ne de domeniul trasat pentru piețele financiare, respectiv piața de capital, se pot distinge anumite trăsături generale. Nu ne putem sustrage unei tendințe de clasificare, pentru început neancorată strict în realitatea juridică. Obiectul cercetării noastre își relevă pentru început caracteristici generale pe care nu le putem ignora, înainte de analiza juridică propriu-zisă. Fără a detalia percepția economică a noțiunii, care face obiectul unor analize de specialitate financiară și investițională, primele observații sunt tributare acestei realități. Funcția economică a piețelor de capital este în mod evident rațiunea de a fi a acestor instituții, este generatoarea de interese și substanță a piețelor financiare. Tocmai complexitatea acestui fenomen economic și importanța relațiilor stabilite aici au generat nevoia de reglementare a raporturilor juridice dintre toți participanții. În general, dreptul pozitiv apare dintr-o nevoie de ordonare, de fixare a comportamentelor părților și raportare la un model acceptat ca cel echitabil pentru părți. De aceea anterioritatea fenomenului economic și social față de cel juridic nu trebuie să surprindă și să realizeze și o

ordonare axiologică. Dreptul pozitiv își realizează menirea economică și socială fără a fi inferior funcțiilor pe care le susține, așa cum din punct de vedere anatomic funcția reclamă un organ disponibil, un instrument de realizare, fără ca prin aceasta să apară o relație de ordonare între acestea.

Din această perspectivă generală putem formula un număr de propoziții, fără pretenția de a alcătui un set de postulate pentru cercetarea juridică pe care o urmărim.

9. Piața de capital este percepută ca o piață liberă și concurențială, un loc deschis pentru promovarea cererii și a ofertei. Intrinsec fiecărei piețe este libertatea accesului la câmpul său (real sau virtual) de întâlnire. În lipsa unei asemenea trăsături, esența pieței este alterată. Piedicile ridicate în calea accesului ofertelor și cererilor alterează profund finalitatea piețelor și pun sub semnul întrebării existența pieței însăși. Bineînțeles că libertatea accesului nu înseamnă eliminarea oricăror proceduri, cerințe, reglementări proprii ale piețelor. Restricțiile privind accesul la sistemul pieței nu țin de o abordare discriminatorie, ci de mecanisme de protecție și informare pentru investitori și părți. Caracterul nediscriminatoriu este cel care justifică și susține un set de cerințe propriu oricărui fenomen social.

10. Piața de capital este o piață simbolică. Marfa proprie piețelor financiare este una dematerializată, fără a fi una „virtuală”. Instrumentele în sine sunt ancorate întotdeauna în raporturi juridice fundamentale care generează valoare și suport economic pentru aceste înscrisuri. Lumea modernă s-a acomodat în mod evident cu valoarea bunurilor corporale. Mutarea centrului de greutate a valorii din sfera bunurilor corporale (în principal imobile) în sfera bunurilor incorporeale, este un fenomen vechi. Conservatorismului feudal al domeniilor, al marilor proprietăți imobiliare, îi este opus segmentul bunurilor mobile incorporeale, cu valoare potențial ridicată (fondul de comerț, drepturi de proprietate intelectuală, drepturi de creanțe etc.). În domeniul pieței de capital bunurile mobile incorporeale, în mod tradițional încorporate într-un înscris cu valențe constitutive, au mai făcut un pas. Instrumentele financiare nu mai sunt reprezentate de înscrisuri constitutive care încorporează drepturi, ci sunt dematerializate și se transferă prin înscriere în cont. Mai mult, instrumentele sunt puternic „standardizate”, create cu caracteristici ante-declamate pentru identificarea și evaluarea rapidă de către investitori. Grație acestui fenomen, „negocierea” sau „împerecherea” cererii și a ofertei este simplificată prin reducerea punctelor, clauzelor care trebuie să întâlnească acordul de voință al investitorilor. Identificarea exactă a instrumentelor financiare alături de cantitate și preț, alcătuiesc elementele suficiente pentru realizarea acordului de voință. Tendința spre standardizare și schematizare este utilă în domeniu pentru rapiditatea și acuratețea tranzacțiilor.

11. Piața de capital este reglementată și supravegheată. Piața de capital cunoaște condiții detaliate – nediscriminatorii – pentru accesul investitorilor, pentru admiterea „mărfurilor” pe piață, respectiv a instrumentelor financiare, pentru

mecanismele de transfer și plată a unor asemenea instrumente. Într-un mod foarte general, tot acest sistem normativ își propune garantarea corectitudinii – a egalității în privința accesului la informație, de exemplu – pentru toți participanții. Toate aceste condiții „preliminare” de acces au nevoie de un „gardian” administrativ. Spre deosebire de domeniul comercial, în esență propriu dreptului privat, exercitarea unor drepturi și nașterea unor raporturi juridice speciale, la un mod mai general spus, în domeniul pieței de capital, sunt supuse aprobării și controlului administrativ. Din motive de protecție a participanților, raporturile juridice nu sunt lăsate doar sub spectrul norme juridice care domină din înălțimi suprafața „terestră” a multitudinii de raporturi juridice particulare, fără să intervină însă decât prin mâna judecătorului chemat să asigure în cadrul acțiunii civile conformarea cu ea. Pe piața de capital, organismul administrativ este chemat să conlucreze în mod activ la autorizarea unui număr de persoane, instrumente, piețe, care numai cu această aprobare și scrutare pot fi regăsite între elementele raportului juridic născut în domeniului de drept al pieței de capital. În acest mod, instituția administrativă are competențe extinse: realizează o profilaxie în domeniu prin filtrarea prealabilă a participanților, a instrumentelor financiare și a piețelor reglementate după cum observă și tratează și patologia pieței prin funcția sa de supraveghere și sancționare. Nu în ultimul rând, autoritatea administrativă are competențe (limitate la cadrul normativ superior) de retrasare a conduitelor impuse în piață, prin puterile de reglementare recunoscute. Reglementarea „secundară” (în măsura în care reglementarea primară este reprezentată de nivelul normativ cu rang de lege) reprezintă un sistem puternic de anticorpi gata să alcătuiască un răspuns prompt pentru orice amenințare „virală” la adresa mecanismelor pieței. Autorizarea și supravegherea (nici chiar mecanismele sancționatorii) nu asigură o protecție adecvată piețelor de capital. Accesarea legiuitorului pentru orice corecții observate ca necesare poate fi greoaie și inefficientă. Cu cât regulile și mecanismele devin mai specializate, au nevoie de o supraveghere și intervenție cu o specializare pe măsură. Din această perspectivă competențele de reglementare ale autorităților administrative satisfac nevoile unui răspuns rapid la simptomele „patologice” ale piețelor de capital.

12. Piața este monopolul profesioniștilor. Această trăsătură trebuie citită în sensul exclusivității prestărilor de servicii de intermediere financiară (care asigură accesul direct la piață) de către „profesioniști”, respectiv de societăți de servicii de intermediere financiară (SSIF). Doar din punctul de vedere al accesului direct la pârgurile pieței, legea acordă monopol intermediarilor autorizați pentru a garanta profesionalismul acțiunilor specifice. Participarea la raporturile juridice specifice operațiunilor de piață, investirea, nu reprezintă bineînțeles un monopol al profesioniștilor. De fapt scopul declarat al piețelor de instrumente financiare este acela al mobilizării disponibilităților financiare prin investiții⁸. Cu alte cuvinte investirea este rațiunea de a fi a bursei; existența ei reprezintă o invitație pentru investitori (de toate mărimile) pentru tranzacționarea instrumentelor financiare.

⁸ Formularea era expresă în Legea nr. 297/2004, art. 1 alin. (1), în prezent abrogat.

Mecanismele, procedurile și normele cu grad mare de complexitate, specifice instrumentelor financiare tot mai sofisticate și piețelor tot mai complex reglementate, au impus crearea unor prestatori specializați care să preia „ordinele” – manifestările de cerere și ofertă de instrumente financiare – și să asigure realizarea drepturilor și stingerea obligațiilor aferente. În acest mod investitorii sunt străini de operațiunile și actele juridice proprii participanților instituționali la circuitul instrumentelor financiare. Partea „tehnică”, de o complexitate sporită, este lăsată în sarcina unor prestatori specializați care lucrează în numele investitorilor. Disproporția vădită de specializare și cunoștințe privitoare la piață între investitori (cu referire în principal la micii investitori, neprofesioniști) și prestatorul lor, societatea de servicii de intermediere financiară (SSIF), face ca raportul juridic dintre părți să fie puternic reglementat atât la nivel normativ superior, cât și prin legislația secundară a autorității administrative competente. Prestatorul va fi responsabil inclusiv de aprecierea corectă a cunoștințelor în domeniu a investitorilor, cât și a capacității acestuia de suportare a riscurilor, de asumare în principal a eventualelor pierderi viitoare.

13. Viziunea economică a piețelor financiare. Clasificări comune. Alături de aceste trăsături proeminente ale pieței de capital, literatura economică și juridică cunoaște un număr de clasificări tradiționale care țin de instrumentele financiare oferite, de modalitatea de funcționare a piețelor etc.

După instrumentele financiare tranzacționate se distinge între: piața acțiunilor, piața obligațiunilor, piața titlurilor de participare la fonduri de investiții, piața derivatelor etc. Separarea nu este neapărat una fizică și ireconciliabilă. În mod natural piețele reglementate oferă spre tranzacționare mai multe tipuri de instrumente financiare grupate pe secțiuni. Clasificarea redată se ocupă cu scrutarea chiar a acestor secțiuni de piață, create după caracteristicile instrumentelor financiare disponibile pe o piață.

După modul de formare a prețului se distinge între: piața de licitație, piața de negocieri și piața automată (electronică). Modul de formarea a prețului ține și de evoluția pieței respective. Astfel, piețele de negocieri directe țin de accepțiunea tradițională care se baza pe negocieri și pe licitație. Informatizarea piețelor reglementate (piețele electronice reprezintă regula în prezent) atrage eliminarea crescândă a negocierii în folosul formării automate a prețului prin „împerecherea” electronică a ordinelor opuse (de vânzare și de cumpărare) în sistemul virtual, electronic, al pieței de tranzacționare.

După finalizarea tranzacției sunt decelate: piața la vedere și piața la termen. Această clasificare ține tot de specificul instrumentelor financiare. Instrumentele financiare derivate au inclusă în matricea lor existența unei perioade de timp între „deschiderea poziției”, între achiziționarea lor și momentul executării lor. Clasificarea are un corespondent direct în teoria generală a obligațiilor. Tranzacțiile (contractele) afectate de modalitatea termenului, ca interval de timp care amână stingerea efectelor raportului juridic, sunt cele proprii pieței la termen. Prin contrast, tranzacțiile *pur și simple*, tranzacțiile la care efectele contractuale nu sunt amânate de beneficiul termenului sunt cele proprii pieței la vedere.