

**Cristian GHEORGHE**

**PIAȚA DE CAPITAL**  
**Fundamentele juridice**

**Universul Juridic**  
București  
-2018-

ABREVIERI.....	5
CUVINTE DE ÎNCEPUT .....	7
<b>TITLUL I. NOȚIUNEA ȘI CARACTERISTICILE PIEȚEI DE CAPITAL.....</b>	<b>11</b>
<i>Secțiunea 1. Noțiunea pieței de capital.....</i>	<i>11</i>
<i>Secțiunea 2. Caracteristicile juridice ale pieței de capital .....</i>	<i>22</i>
<i>Secțiunea 3. Corelația reglementărilor pieței de capital cu cele ale altor discipline .....</i>	<i>25</i>
<i>Secțiunea 4. Istoric. Izvoarele de drept obiectiv .....</i>	<i>27</i>
<b>TITLUL II. INSTITUȚII JURIDICE .....</b>	<b>34</b>
<b>CAPITOLUL 1. INSTRUMENTE FINANCIARE.....</b>	<b>35</b>
<i>Secțiunea 1. Valori mobiliare.....</i>	<i>38</i>
Subsecțiunea 1. Titluri de capital.....	44
Subsecțiunea 2. Titluri de datorie .....	53
<i>Secțiunea 2. Instrumente ale pieței monetare .....</i>	<i>56</i>
<i>Secțiunea 3. Titluri de participare la organismele de plasament colectiv (OPC) .....</i>	<i>57</i>
<i>Secțiunea 4. Instrumente financiare derivate.....</i>	<i>58</i>
Subsecțiunea 1. Instrumente financiare derivate având ca activ suport alte instrumente financiare, indici și mărfuri .....	59
Subsecțiunea 2. Instrumente derivate pentru transferul riscului de credit .....	63
Subsecțiunea 3. Contracte financiare pentru diferențe.....	66
<i>Secțiunea 5. Certificate de emisii.....</i>	<i>67</i>
<i>Secțiunea 6. Servicii și activități de investiții.....</i>	<i>68</i>
<b>CAPITOLUL 2. PIEȚE DE TRANZACȚIONARE. PIAȚA REGLEMENTATĂ .....</b>	<b>70</b>
<i>Secțiunea 1. Definiții. Conținut juridic al pieței reglementate stricto sensu.....</i>	<i>71</i>
<i>Secțiunea 2. Sistemele alternative de tranzacționare și abordarea europeană .....</i>	<i>74</i>
<i>Secțiunea 3. Operatorii independenți.....</i>	<i>77</i>
<b>CAPITOLUL 3. CONTRACTUL DE VÂNZARE AVÂND CA OBIECT INSTRUMENTELE FINANCIARE. OPERAȚIUNI DE PIAȚĂ .....</b>	<b>79</b>
<i>Secțiunea 1. Specii de contracte de vânzare .....</i>	<i>79</i>
<i>Secțiunea 2. Conceptul de contract bursier .....</i>	<i>82</i>
Subsecțiunea 1. Lipsa unui izvor normativ expres al contractului „bursier” în condițiile suprareglementării proprii legislației pieței de capital.....	83
Subsecțiunea 2. Caractere juridice generale .....	91

<i>Secțiunea 3. Condițiile de validitate a contractelor bursiere</i> .....	97
<i>Secțiunea 4. Conținutul (efectele) contractului bursier</i> .....	109
Subsecțiunea 1. Negocierea .....	110
Subsecțiunea 2. Compensarea.....	116
Subsecțiunea 3. Livrarea. Dreptul de proprietate.....	121
<i>Secțiunea 5. Varietăți ale contractului de vânzare instrumente financiare</i> .....	123
<i>Secțiunea 6. Ofertele publice</i> .....	125

**TITLUL III. PARTICIPANȚII PIEȚEI DE CAPITAL. ENTITĂȚILE  
 REGLEMENTATE** .....130

**CAPITOLUL 1. AUTORITATEA DE REGLEMENTARE. AUTORITATEA DE  
 SUPRAVEGHERE FINANCIARĂ** .....131

<i>Secțiunea 1. Autorități consultative</i> .....	131
<i>Secțiunea 2. Izvoarele europene</i> .....	133
<i>Secțiunea 3. Reglementarea internă</i> .....	137
<i>Secțiunea 4. Competențele Autorității de Supraveghere Financiară</i> .....	140
Subsecțiunea 1. Funcția normativă .....	141
Subsecțiunea 2. Funcția de autorizare și supraveghere .....	148
Subsecțiunea 3. Funcția de investigare și sancționare .....	151

**CAPITOLUL 2. INTERMEDIARII**.....159

<i>Secțiunea 1. Monopolul intermediarilor</i> .....	161
<i>Secțiunea 2. Restricții statutare</i> .....	164
<i>Secțiunea 3. Restricții funcționale</i> .....	170
<i>Secțiunea 4. Intermediarii în operațiuni transfrontaliere</i> .....	177
<i>Secțiunea 5. Contractul de servicii și activități de investiții. Reguli de conduită</i> .....	180
Subsecțiunea 1. Obligațiile intermediarilor.....	185
§1. Obligațiile de informare.....	186
§2. Obligația de executare a obiectului contractului.....	190
§3. Diligența în executarea obligațiilor. Reguli de conduită .....	192
§4. Obligația de raportare a intermediarului.....	195
Subsecțiunea 2. Obligațiile clientului .....	197
Subsecțiunea 3. Contracte încheiate la distanță .....	198
Subsecțiunea 4. Soluționarea litigiilor .....	199
<i>Secțiunea 6. Scheme de compensare a investitorilor</i> .....	200

**CAPITOLUL 3. CONSULTANȚII DE INVESTIȚII ȘI AGENȚIILE DE RATING** ...204

<i>Secțiunea 1. Cerințe statutare</i> .....	205
<i>Secțiunea 2. Cerințe profesionale</i> .....	205
<i>Secțiunea 3. Agențiile de rating</i> .....	206

CAPITOLUL 4. TRADERII .....	209
CAPITOLUL 5. DEPOZITARUL CENTRAL DE VALORI MOBILIARE (CSD) .....	211
<i>Secțiunea 1. Funcțiile-suport necesare executării contractelor bursiere având ca obiect instrumente financiare, altele decât instrumentele financiare derivate</i> .....	211
<i>Secțiunea 2. Depozitarul central</i> .....	216
Subsecțiunea 1. Cadrul statutar .....	216
Subsecțiunea 2. Cadrul funcțional .....	219
Subsecțiunea 3. Autorizarea depozitarului central .....	220
Subsecțiunea 4. Funcționarea depozitarului central .....	223
§1. Ipoteca mobilă asupra instrumentelor financiare .....	226
§2. Garanțiile financiare .....	239
§3. Poprirea și sechestrul instrumentelor financiare .....	241
Subsecțiunea 5. Reglementări proprii .....	242
CAPITOLUL 6. CONTRAPARTEA CENTRALĂ ȘI CASA DE COMPENSARE. REGISTRUL CENTRAL DE TRANZACȚII .....	244
<i>Secțiunea 1. Funcțiile-suport necesare executării contractelor bursiere având ca obiect instrumente financiare derivate</i> .....	244
<i>Secțiunea 2. Contrapartea centrală/casa de compensare</i> .....	245
Subsecțiunea 1. Cadrul statutar .....	246
Subsecțiunea 2. Cadrul funcțional .....	248
Subsecțiunea 3. Autorizarea contrapărții centrale/casei de compensare .....	250
Subsecțiunea 4. Funcționarea contrapărții centrale/casei de compensare .....	252
<i>Secțiunea 3. Registrul central de tranzacții</i> .....	262
CAPITOLUL 7. OPERATORI DE PIEȚE REGLEMENTATE ȘI PIEȚE ALTERNATIVE .....	264
<i>Secțiunea 1. Operatorii, participanți specializați</i> .....	265
<i>Secțiunea 2. Operatori de sistem și sisteme alternative de tranzacționare</i> .....	271
<i>Secțiunea 3. Operatorii autorizați de A.S.F.</i> .....	272
CAPITOLUL 8. OPC – ORGANISME DE PLASAMENT COLECTIV .....	278
<i>Secțiunea 1. Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)</i> .....	279
Subsecțiunea 1. Fondurile de investiții .....	284
Subsecțiunea 2. Societățile de investiții .....	288
<i>Secțiunea 2. Societatea de administrare a investițiilor</i> .....	294
<i>Secțiunea 3. Depozitarul</i> .....	301
<i>Secțiunea 4. Politica de investiții a OPCVM</i> .....	305
<i>Secțiunea 5. Alte organisme de plasament colectiv (AOPC). Fondurile de investiții alternative (FIA)</i> .....	310
Subsecțiunea 1. Fonduri de investiții alternative .....	310

Subsecțiunea 2. Administratorii de fonduri (AFIA) .....	317
Subsecțiunea 3. Depozitarul, politici de investiții și raportare.....	322
<b>CAPITOLUL 9. ADMINISTRAREA SPECIALĂ ȘI LICHIDAREA</b>	
<b>ADMINISTRATIVĂ.....</b>	<b>325</b>
<i>Secțiunea 1. Reglementarea Legii pieței de capital .....</i>	<i>326</i>
<i>Secțiunea 2. Reglementarea de drept european. Implementarea de drept intern .....</i>	<i>327</i>
<b>CAPITOLUL 10. EMITENȚII.....</b>	<b>331</b>
<i>Secțiunea 1. Emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare</i> <i>pe o piață reglementată.....</i>	<i>333</i>
Subsecțiunea 1. Emitenții piețelor reglementate .....	334
Subsecțiunea 2. Procedura admiterii la tranzacționare .....	337
<i>Secțiunea 2. Emitenții ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacționare</i> <i>sau sunt tranzacționate în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare sau</i> <i>sistem organizat de tranzacționare .....</i>	<i>346</i>
<b>TITLUL IV. PROTECȚIA INVESTITORILOR.....</b>	<b>348</b>
<b>CAPITOLUL 1. PROTECȚIA PIEȚELOR DE TRANZACȚIONARE.....</b>	<b>350</b>
<i>Secțiunea 1. Transparența pieței. Obligații de informare pre- și</i> <i>post-tranzacționare .....</i>	<i>352</i>
Subsecțiunea 1. Cerințe privind transparența pentru locurile de tranzacționare în ceea ce privește titlurile de capital .....	353
Subsecțiunea 2. Cerințe privind transparența pentru locurile de tranzacționare în ceea ce privește alte instrumente financiare decât cele de capital .....	357
Subsecțiunea 3. Transparența impusă altor locuri de tranzacționare .....	358
Subsecțiunea 4. Alte obligații de transparență .....	360
<i>Secțiunea 2. Obligații de informare și raportare ale emitenților ale căror</i> <i>instrumente financiare se tranzacționează pe o piață reglementată.....</i>	<i>363</i>
Subsecțiunea 1. Informarea continuă .....	364
Subsecțiunea 2. Informarea periodică .....	368
<i>Secțiunea 3. Integritatea pieței. Abuzul de piață.....</i>	<i>370</i>
Subsecțiunea 1. Domeniu de aplicare și excepții .....	372
Subsecțiunea 2. Regimul informațiilor privilegiate .....	375
§1. Obligația de publicare a informațiilor privilegiate .....	379
§2. Obligația de a nu divulga informațiile. Obligația de confidențialitate.....	381
§3. Utilizarea abuzivă a informațiilor privilegiate.....	384
Subsecțiunea 3. Manipularea pieței .....	388
Subsecțiunea 4. Răspunderea juridică.....	392
§1. Exonerările din materia informațiilor privilegiate .....	395
§2. Exonerările din materia manipulării pieței .....	396

Resp	Subsecțiunea 5. Cumulul sancțiunii penale cu sancțiunea administrativă în dreptul intern și european.....	398
CAPITOLUL 2. PROTECȚIA DREPTURILOR ACȚIONARILOR.....		405
<i>Secțiunea 1. Retragerea de la tranzacționare a acțiunilor societăților listate</i> .....		405
Subsecțiunea 1. Retragerea de la tranzacționare de pe o piață reglementată .....		406
Subsecțiunea 2. Retragerea de la tranzacționarea pe un sistem multilateral de tranzacționare .....		412
<i>Secțiunea 2. Guvernanta corporativă și societățile listate</i> .....		418
<i>Secțiunea 3. Ofertele publice</i> .....		436
Subsecțiunea 1. Oferta publică de vânzare .....		443
Subsecțiunea 2. Oferta publică de cumpărare .....		448
§1. Oferta publică de preluare voluntară .....		450
§2. Ofertele publice de preluare obligatorii .....		456
Subsecțiunea 3. Retragerea acționarilor dintr-o societate .....		463
<i>Secțiunea 4. Reguli speciale de administrare a societăților listate</i> .....		468
Subsecțiunea 1. Participarea la adunările generale .....		468
Subsecțiunea 2. Deliberarea în adunările generale .....		484
Subsecțiunea 3. Administrarea societăților listate .....		491
§1. Mandatul membrilor organelor de administrare .....		492
§2. Puterile organelor administrative.....		510
Subsecțiunea 4. Modificări esențiale ale societății emitente.....		516
§1. Dreptul de preferință.....		518
§2. Aportul în natură.....		521
§3. Conversia datoriilor în acțiuni .....		523
Subsecțiunea 5. Drepturi financiare ale acționarilor .....		525
Subsecțiunea 6. Audit și informare .....		526
BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ.....		529
INDEX.....		533

# NOȚIUNEA ȘI CARACTERISTICILE PIETEI 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 suprareglementare) 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, forța 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 structură 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 din „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 organismele 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. Departate 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 ca „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 corpul 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 independentă, 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, economic<sup>1</sup>, 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 ofertei<sup>2</sup>.

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.

În funcție de specializarea piețelor economice, a substanței tranzacțiilor, mediul economic distinge între piața de capital, piața financiară<sup>3</sup>, 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

<sup>1</sup> Pentru o accepțiune economică, a se vedea: G. Anghelache, *Piața de capital: caracteristici, evoluții, tranzacții*, Ed. Economică, București, 2004; G. Anghelache, *Bursa și piața extrabursieră*, Ed. Economică, București, 2000; I. Stancu, *Finanțe*, Ed. Economică, București, 1997; I. Popa, *Bursa*, vol. I și II, Ed. Adevărul, București, 1993.

<sup>2</sup> Totalitatea relațiilor generate de actele de vânzare-cumpărare (DEX 2009); sfera circulației mărfurilor, cererea și oferta de mărfuri (DEX 1998).

<sup>3</sup> Abordarea economică consideră piața financiară genul suprem 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).

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 mobiliare<sup>1</sup>.

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 eminentemente 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 ultima criză 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 clienți<sup>2</sup>. 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.

**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 expresă<sup>3</sup>. Cu alte cuvinte, actorii din piețele reglementate specifice

---

<sup>1</sup> *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.

<sup>2</sup> *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. 1.851), 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.

<sup>3</sup> 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.

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 legiutorului 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 raport<sup>1</sup> axat în principal pe nevoia de restructurare a sectorului 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 până în prezent propunerile raportului nu au găsit reflectare normativă.

**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

<sup>1</sup> 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 va aplica 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 acestor piețe.

<sup>1</sup> Raportul Liikanen, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf).