

Titlul I. Societatea de investiții. Noțiune și reglementare

1. Piața de capital este o componentă a pieței financiare în cadrul căreia sunt supuse tranzacționării instrumentele financiare, specie a bunurilor mobile necorporale, tranzacționare ce se efectuează prin intermediul instituțiilor specializate reglementate, autorizate și supravegheate de Autoritatea de Supraveghere Financiară (în continuare A.S.F.).

În cadrul acestei lucrări am analizat atât A.S.F. – în calitate de autoritate administrativă autonomă învestită de lege cu competențe de reglementare, supraveghere și control a instrumentelor, investițiilor și instituțiilor ce funcționează în cadrul pieței de capital –, cât și actele Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare (în continuare C.N.V.M.), care au devenit actele Autorității de Supraveghere Financiară după încorporarea C.N.V.M. în cadrul A.S.F. Însă, elementul principal de studiu al monografiei sunt societățile de investiții, în calitatea lor atât de emitenți de valori mobiliare, cât și de investitori calificați, conform definiției acestor entități de către C.N.V.M., studiu ce îmbină atât legislația incidentă, doctrina relevantă, cât și jurisprudența formată pe marginea instituțiilor studiate.

Capitolul 1. Evoluția societăților de investiții în cadrul relațiilor juridice actuale și ale pieței de capital

Secțiunea 1. Piața de capital. Noțiunea și elementele acesteia

2. Piața este locul real sau virtual în care se întâlnesc cererile cumpărătorilor și ofertele vânzătorilor de bunuri. Ajustarea ofertei în funcție de cerere determină prețul bunului^[1].

Din noțiunea generală de „piață”, reprezentând locul teoretic de întâlnire și de confruntare a ofertei și cererii, ce duce la fixarea

^[1] Gh. Piperea, Societăți comerciale, piață de capital. Acquis comunitar, Ed. All Beck, București, 2005, p. 331.

prețului mărfurilor și a volumului schimburilor^[1], în literatura economică s-au conturat mai multe concepte referitoare la piețele speciale, printre care amintim și piața de capital.

Termenul de „*pieța de capital*”, conform doctrinei^[2] dreptului comportă trei accepțiuni:

a) *instituția* care organizează tranzacțiile specifice pieței respective;

b) *totalitatea participanților* (inclusiv instituțiile) la operațiunile specifice acelei piețe, precum și *sistemele tehnice* care fac posibilă (în mod direct sau indirect) derularea tranzacțiilor cu produsele pieței respective;

c) *ansamblul operațiunilor* generate de cererea și oferta de plasament a capitalului.

Piața de capital reprezintă ansamblul relațiilor și mecanismelor prin intermediul cărora capitalurile disponibile și dispersate din economie sunt dirijate către orice entități publice și private solicitatoare de fonduri^[3]. Existența pieței de capital este determinată de cererea de capital pentru necesități curente de trezorerie și pentru investiții și, totodată, este condiționată de un proces real de economisire ca fundament al ofertei de capital.

De fapt, piața de capital este o punte ce leagă, prin intermediul societăților de servicii financiare, emitenții valorilor mobiliare și ai altor instrumente financiare, respectiv pe cei ce au nevoie de capital de cei la nivelul cărora se manifestă un surplus de capital – investitorii. Altfel spus, piața de capital poate fi definită formal ca fiind locul de întâlnire al vânzătorilor și al cumpărătorilor de instrumente financiare^[4].

Încă de la apariția conceptului de „piață de capital” s-a încercat o delimitare a acestuia de piața valorilor mobiliare, acestea confruntându-se uneori, sau completându-se reciproc. În acest sens, literatura de specialitate a conturat două mari concepții privitoare la piața de capital – concepția anglo-saxonă și concepția continental europeană.

Potrivit primei concepții, piața de capital este o componentă a pieței financiare, fiind sinonimă cu piața valorilor mobiliare, care

^[1] A. Țuțuianu, *Piața de capital. Regimul juridic aplicabil participanților*, Ed. Hamangiu, București, 2007, p. 1.

^[2] Gh. Piperea, *Societăți comerciale (...)*, p. 331.

^[3] G. Anghelache, *Piața de capital în context european*, Ed. Economică, București, 2009, p. 15.

^[4] G. Anghelache, *Piața de capital în context european (...)*, p. 15.

asigură investirea capitalurilor pe termen lung (peste 5 ani) și mediu (1-5 ani) – *capital market și securities market*.

Având în vedere cel de-al doilea concept, piața de capital are o structură complexă, fiind o piață dominată de lumea bancară, cuprinzând piața monetară, piața ipotecară și piața financiară – piața capitalurilor pe termen lung ce presupune emisiunea și tranzacționarea valorilor mobiliare.

Reglementările adoptate în legislația română anterior anului 2002 au evidențiat opțiunea legiuitorului pentru preluarea concepției anglo-saxone, piața de capital fiind, alături de piața monetară, o componentă a pieței financiare, actuala reglementare conturând totuși deplasarea normativității juridice spre concepția continental-europeană, sau mixtă.

Curtea Constituțională a României, în cadrul unei Decizii^[1] în cadrul căreia s-a cercetat constituționalitatea unor prevederi ale Legii nr. 297/2004, a subsumat piața de capital pieței financiare.

Astfel, așa cum arată și practica în România, susținem opinia potrivit căreia, conceptul de piață de capital nu se suprapune celui de piață a valorilor mobiliare, întrucât noțiunea de „piața de capital” are o accepțiune mai largă decât piața valorilor mobiliare, cuprinzând toate instrumentele financiare în general, aspect evidențiat de art. 1 din Legea nr. 297/2004, în sensul că *prezenta lege reglementează înființarea și funcționarea piețelor de instrumente financiare (...) în scopul mobilizării disponibilităților financiare prin intermediul investițiilor în instrumente financiare* coroborat cu art. 2 alin. (1) pct. 11 lit. a) din aceeași lege, care cataloghează valorile mobiliare ca fiind unul dintre instrumentele financiar ce au în vedere tranzacțiile cu valori mobiliare, efectuate sub controlul C.N.V.M. sau a A.S.F., ca efect al preluării tuturor atribuțiilor și prerogativelor Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare, Comisiei de Supraveghere a Asigurărilor și Comisiei de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private de către această autoritate administrativă, conform O.U.G. nr. 93/2012.

Din cuprinsul aceluiași art. 1 alin. (1) din Legea nr. 297/2004 se desprinde ideea că piața este monopolul profesioniștilor, trăsătură ce trebuie percepută în sensul exclusivității prestărilor de servicii de intermediere financiară de către profesioniști, respectiv de societățile de servicii de investiții financiare (în continuare

^[1] Decizia C.C. nr. 781/2011 (M. Of. nr. 657 din 15 septembrie 2011), prin care a fost respinsă excepția de neconstituționalitate a dispozițiilor art. 286¹ din Legea nr. 297/2004.

S.S.I.F.). Trebuie menționat că doar din punctul de vedere al accesului direct la pârghiile pieței, legea acordă monopol intermediarilor autorizați pentru a garanta profesionalismul acțiunilor specifice. Cu alte cuvinte, investirea este rațiunea de a fi a bursei, existența ei reprezentând o invitație pentru investitori pentru tranzacționarea instrumentelor financiare^[1].

În funcție de momentul emiterii instrumentelor financiare, mai exact cel de punere în circulație a acestora, doctrina românească a prezentat două segmente ale pieței de capital – *piața primară* pe care noile instrumente financiare sunt emise pentru prima oară și *piața secundară* pe care sunt tranzacționate instrumente financiare deja în circulație. Într-o altă ordine de idei, putem reține că piața primară este piața emitenților, iar piața secundară poate fi catalogată ca fiind piața investitorilor, cele două piețe aflându-se într-un raport de interdependență, în sensul în care piața secundară nu poate funcționa fără piața primară, iar existența celei primare este influențată de puterea pieței secundare de a transforma valorile mobiliare în lichidități.

Un criteriu extrem de important în ceea ce privește delimitarea diferitelor forme ale pieței de capital este jucat de momentul finalizării tranzacției, situație în care întâlnim *piața spot* sau la vedere, în care valorile mobiliare sunt transferate și achitate imediat și *piața futures* sau la termen, în cadrul căreia sunt transferate valorile mobiliare însă sunt achitate la o dată viitoare.

Secțiunea a 2-a. Evoluția reglementărilor privind societățile de investiții în cadrul pieței de capital

§ 1. Reglementarea societăților de investiții anterior Legii nr. 297/2004

3. Deși există reglementări comerciale mai vechi, precum Codicele de Comerț al Țării Românești promulgat în anul 1840, extins și în Moldova în anul 1864, cod creat după codul francez și care reglementa „bursele de comerț, mijlocitorii de schimb și samsarii”, anul 1881 marchează debutul bursier românesc prin înființarea Bursei din București prin Decret Regal, prin intrarea în vigoare a Legii asupra burselor mijlocitorilor de schimb și mijlocitorilor de mărfuri, lege aplicată până în anul 1904, când intră în vigoare

^[1] C. Gheorghe, Dreptul pieței de capital, Ed. C.H. Beck, București, 2009, p. 8.

Legea asupra burselor de comerț ce a redefinit instituția bursieră, moment ce indică o creștere impresionantă a tranzacțiilor.

Un pas important s-a efectuat în anul 1929 prin „Legea Madgearu”, care a reprezentat unificarea legislativă a regimului burselor din România, constituindu-se într-o abordare modernă a actului legislativ^[1], aducând o serie de modificări de concepție, impuse de activitatea bursieră din țară și din străinătate.

Activitatea bursieră funcționează până în anul 1947 când este închisă de Regimul comunist, iar în anul 1990 se creează premisele unui cadru economic și juridic adecvat pentru funcționarea și dezvoltarea pieței de capital. În acest sens, primul act normativ ce a reglementat nașterea și dezvoltarea societăților de capitaluri și principalele produse utilizate pe piața de capital – acțiunile și obligațiunile – a fost Legea nr. 31/1990 privind societățile comerciale, moment ce poate fi apreciat ca fiind data ce marchează reparația pieței primare de capital în România^[2].

Reforma economică promovată de legiuitorul român după anul 1991 a condus la dezvoltarea pieței secundare a valorilor mobiliare, dezvoltare rezultată din procesul de privatizare a societăților comerciale cu capital de stat, procedeu juridic inițiat în baza Legii nr. 58/1991^[3]. Prin efectul acestei legi au fost create primele instituții specializate privind administrarea portofoliilor de acțiuni, respectiv Fondurile Proprietății Private și Fondul Proprietății de Stat, dar și prima instituție însărcinată cu gestionarea acestui proces – Agenția Națională de Privatizare. În anul 1992 această instituție a efectuat, în cadrul procesului de privatizare, prima ofertă publică de acțiuni contra numerar.

Funcționarea și dezvoltarea pieței de capital s-a impus odată cu dezvoltarea economică, astfel că în anul 1993 s-a adoptat O.G. nr. 18/1993 privind reglementarea tranzacțiilor nebursiere cu valori mobiliare și organizarea unor instituții de intermediere^[4], și O.G. nr. 24/1993 privind reglementarea constituirii fondurilor deschise de investiții și a societăților de investiții de intermediere financiară, abrogată prin apariția Legii nr. 297/2004.

În anul 1994 a avut loc dezvoltarea și perfecționarea sistemului legislativ prin apariția Legii nr. 52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori^[5], ce a marcat crearea unui nou cadru normativ

^[1] Legea nr. 187/1929 (M. Of. nr. 178 din 13 august 1929).

^[2] A. Țuțuianu, op. cit., p. 5.

^[3] M. Of. nr. 169 din 16 august 1991.

^[4] M. Of. nr. 206 din 28 august 1993.

^[5] M. Of. nr. 210 din 20 aprilie 1994.

pentru activitățile bursiere și a Bursei de Valori București. De asemenea, anul 1994 reprezintă un moment de referință în evoluția pieței de capital, având în vedere că în această perioadă a fost înființată și C.N.V.M. ca „autoritate administrativă autonomă cu personalitate juridică”^[1].

Un rol important l-a deținut și Legea nr. 55/1995 pentru accelerarea procesului de privatizare^[2], prin efectul căreia s-a creat cadrul legal pentru transferul cotei de 30% din capitalul social al societăților comerciale supuse privatizării, din portofoliul Fondului Proprietății de Stat în portofoliul Fondurilor Proprietății Private, prin emiterea unor cupoane nominative, care ulterior au fost preschimbate în acțiuni la aproximativ 3.000 de societăți cuprinse în lista de privatizare.

Legiuitorul din 1996, prin Legea nr. 133, a aprobat transformarea, fără lichidare, a Fondurilor Proprietății Private în societăți de investiții financiare.

În paralel cu evoluția pieței primare de capital, s-a dezvoltat și piața secundară de capital prin reînființarea Bursei de Valori București^[3] și a Pieței Rasdaq – piață înființată pentru tranzacționarea acțiunilor rezultate ca urmare a privatizării în masă.

Anul 2002 a fost considerat în doctrina românească un moment de referință în dezvoltarea bursieră, fiind aprobate și elaborate de către Guvernul României o serie de acte normative ce au reglementat funcționarea pieței de capital românești: O.U.G. nr. 25/2002 privind aprobarea statutului Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare^[4]; O.U.G. nr. 26/2002 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare^[5]; O.U.G. nr. 27/2002 privind piețele reglementate de mărfuri și instrumente financiare derivate^[6]; O.U.G. nr. 28/2002 privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate^[7].

^[1] Art. 5 din Legea nr. 52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori (M. Of. nr. 210 din 11 august 1994).

^[2] M. Of. nr. 122 din 19 iunie 1995.

^[3] Bursa de Valori București a fost înființată prin Decizia C.N.V.M. la data de 23 iunie 1995, prima ședință de tranzacționare având loc la data de 20 noiembrie 1995.

^[4] O.U.G. nr. 25/2002 aprobată prin Legea nr. 514/2002 modificată în principal prin Legea nr. 297/2004 – în vigoare.

^[5] M. Of. nr. 229 din 5 aprilie 2002, aprobată prin Legea nr. 513/2004 și abrogată prin Legea nr. 297/2004.

^[6] M. Of. nr. 232 din 8 aprilie 2002, abrogată prin Legea nr. 294/2004.

^[7] M. Of. nr. 238 din 9 aprilie 2004, aprobată prin Legea nr. 525/2002 și abrogată prin Legea nr. 297/2004.

§ 2. Societățile de investiții sub imperiul Legii nr. 297/2004 și al O.U.G. nr. 32/2012

4. Anul 2004 marchează o reconfigurare a domeniului pieței de capital, de data aceasta într-o concordanță timidă cu legislația europeană relevantă în domeniu, coborând până la nivelul reproducerii directivelor europene^[1]. Astfel, actuala Lege nr. 297/2004 transpune următoarele directive europene: Directiva nr. 93/22/CEE privind serviciile de investiții în domeniul valorilor mobiliare, cu modificările ulterioare^[2]; Directiva nr. 97/9/CEE privind schemele de compensare a investitorilor^[3]; Directiva nr. 85/611/CEE privind dispozițiile legale, reglementare și administrative cu privire la anumite organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (O.P.C.V.M.)^[4]; Directiva nr. 98/26/CEE a Parlamentului European și a Consiliului, privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a instrumentelor financiare^[5]; Directiva nr. 2003/71/CEE privind prospectele publicate atunci când valorile mobiliare sunt oferite publicului sau admise la tranzacționare, care amendează Directiva 2001/34/CEE^[6]; Directiva nr. 2001/34/CEE privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a Bursei și informațiile ce trebuie publicate la aceste valori mobiliare^[7]; Directiva nr. 2003/6/CEE privind abuzul pe piață^[8]; Directiva nr. 2002/65/CEE privind prestarea serviciilor financiare la distanță^[9]; Directiva nr. 1993/6/CEE privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit^[10].

Prin introducerea acestei legislații s-a urmărit crearea unui cadru de reglementare unic pentru piața de capital, în conformitate cu *acquis*-ul comunitar, în scopul dezvoltării pieței românești, interconectării cu sistemele de tranzacționare și compensare-decontare europene, întăririi capacități instituționale a C.N.V.M. în vederea colaborării și extinderii schimbului de informații cu autoritățile competente similare din statele membre sau nemembre^[11].

[1] C. Gheorghe, *Dreptul pieței de capital (...)*, p. 18.

[2] J.O.C.E. nr. 141 din 11 iunie 1993.

[3] J.O.C.E. nr. 84 din 26 martie 1997.

[4] J.O.C.E. nr. 375 din 31 decembrie 1985.

[5] J.O.C.E. nr. 166 din 11 iunie 1998.

[6] J.O.C.E. nr. 345 din 31 decembrie 2003.

[7] J.O.C.E. nr. 184 din 6 iulie 2001.

[8] J.O.C.E. nr. 96 din 12 aprilie 2003.

[9] J.O.C.E. nr. 271 din 9 octombrie 2002.

[10] J.O.C.E. nr. 141 din 11 iunie 1993.

[11] G. Anghelache, *Piața de capital în context european (...)*, p. 73.

Pentru aplicarea și interpretarea Legii nr. 297/2004, C.N.V.M. și A.S.F., prin intermediul Sectorului Instrumentelor și Investițiilor Financiare, în temeiul delegării de competențe, au creat legislația secundară aplicabilă pieței de capital. Din cadrul reglementărilor ce au avut un impact deosebit pentru funcționarea pieței de capital și a societăților de investiții, obiect al acestui studiu, și care sunt în vigoare, putem aminti: Regulamentul nr. 15/2004 privind autorizarea și funcționarea societăților de administrare a investițiilor, a organismelor de plasament colectiv și a depozitarilor; Regulamentul nr. 32/2006 privind serviciile de investiții financiare; Regulamentul nr. 1/2006 privind emitenții și operațiunile cu valori mobiliare; Regulamentul C.N.V.M. nr. 6/2009 privind exercitarea anumitor drepturi ale acționarilor în cadrul adunărilor generale ale societăților comerciale.

Deși Legea nr. 297/2004 transpune (cel puțin declarativ) directive comunitare, unele opinii din doctrină susțin că aceasta reprezintă o involuție chiar față de legislația anterioară a pieței de capital^[1], criticile vizând, printre altele, și lipsa unei reglementări exprese a *principiului protecției investitorilor*, definițiile incerte ale valorilor mobiliare și a emitenților, precum și neclarificarea statutului S.I.F.-urilor. Totuși, suntem de părere că acest act normativ a fost menit să creeze cadrul juridic necesar organizării și funcționării pieței de capital și care trebuie să servească la realizarea necesității finanțării unei însemnate părți din economia națională, procurând fondurile necesare pentru efectuarea de către întreprinderi și de către întreprinzători de investiții în active^[2].

Având în vedere că de la momentul intrării în vigoare a Legii nr. 297/2004 la nivel comunitar au fost adoptate o serie de acte normative relevante în materie, cu impact asupra pieței de capital, a căror transpunere au necesitat adoptarea de dispoziții la nivelul legislației primare, s-a impus adoptarea unei noi legislații, respectiv O.U.G. 32/2012 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare și societățile de administrare a investițiilor, precum și pentru modificarea și completarea Legii nr. 297/2004 privind piața de capital.^[3]

Apariția O.U.G. nr. 32/2012 a reprezentat o modalitate de sistematizare și îmbunătățire a cadrului legislativ ce „se impune

^[1] G. Piperea, *Societăți comerciale (...)*, p. 345.

^[2] T. Prescure, N. Călin, D. Călin, *Legea pieței de capital. Comentarii și explicații*, Ed. C.H. Beck, București, 2008, p. 5.

^[3] M. Of. nr. 435 din 30 iunie 2012.

ca urmare a expirării termenului de transpunere în legislația națională (1 iulie 2011) a prevederilor Directivei nr. 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 13 iulie 2009 de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare, ale Directivei nr. 2010/43/UE a Comisiei din 1 iulie 2010 de punere în aplicare a Directivei nr. 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește cerințele organizatorice, conflictele de interese, regulile de conduită, administrarea riscului și conținutul acordului dintre depozitar și societatea de administrare și ale Directivei nr. 2010/44/UE a Comisiei din 1 iulie 2010 de punere în aplicare a Directivei nr. 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește anumite dispoziții referitoare la fuziunea fondurilor, structurile de tip «*master/feeder*» și procedura de notificare^[1].

§ 3. Societățile de investiții sub imperiul normelor comunitare

5. Ordinea juridică europeană, ca efect al participării la constituirea Uniunii Europene sau al aderării ulterioare la această structură, radiază și asupra ordinii juridice naționale ca urmare a respectării principiului *pacta sunt servanda*, potrivit căruia statele au obligația să respecte și să aplice întocmai tratatele la care sunt parte^[2], principiu implementat și în art. 11 al Constituției României.

Legea fundamentală statuează în art. 148 alin. (2) că prevederile tratatelor constitutive ale Uniunii Europene, precum și celelalte reglementări comunitare cu caracter obligatoriu, au prioritate față de dispozițiile contrare din legile interne, cu respectarea prevederilor actului de aderare. În acest sens, participanții la constituire sau aderanții ulteriori la U.E. au obligația respectării *Acquis*-ului comunitar, în general, iar cu privire la normele ce guvernează organizarea funcționării și funcționarea în concret a structurii suprastatale recunoscută sub denumirea de U.E., obiect al prezentului studiu, statele membre au obligația respectării drepturilor și obligațiilor derivate din respectarea principiului libertății de circulație a capitalurilor, în special.

^[1] O.U.G. nr. 32/2012 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare și societățile de administrare a investițiilor, precum și pentru modificarea și completarea Legii nr. 297/2004 privind piața de capital.

^[2] În acest sens, a se vedea I. Muraru, E.S. Tănăsescu și col., Constituția României. Comentarii pe articole, Ed. C.H. Beck, București, 2008, p. 113.

În aceste condiții, legislația națională primară sau cea secundară, incidente temei cercetate, vor fi înlăturate de judecătorul național atunci când acestea sunt contrare normelor europene sau jurisprudenței uniunii europene.

Capitolul 2. Societățile de investiții.

Clasificare și delimitare

6. În cadrul acestui capitol vom analiza societățile de investiții reglementate de Legea nr. 297/2004 privind piața de capital și de O.U.G. nr. 32/2012 privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare și societățile de administrare a investițiilor, precum și pentru modificarea și completarea Legii nr. 297/2004 privind piața de capital, societăți încadrate în următoarele categorii:

a) organisme de plasament colectiv în valori mobiliare constituite sub forma *societăților de investiții de tip deschis*;

b) organisme de plasament colectiv, altele decât organismele de plasament colectiv în valori mobiliare, constituite sub forma *societăților de investiții de tip închis*;

c) organisme de plasament colectiv, altele decât organismele de plasament colectiv în valori mobiliare, încadrate de legiuitor în categoria: *alte organisme de plasament colectiv* (A.O.P.C.), constituite sub forma societăților de investiții financiare (S.I.F. în continuare) și SC Fondul Proprietatea SA București (Fondul Proprietatea în continuare).

Secțiunea 1. Organismele de plasament colectiv în valori mobiliare

7. Organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (denumite în continuare O.P.C.V.M., conform art. 2 din O.U.G. nr. 32/2012), sunt fondurile deschise de investiții și societățile de investiții, entități care îndeplinesc cumulativ următoarele condiții:

a) au ca scop unic efectuarea de investiții colective, prin plasarea resurselor bănești în instrumente financiare lichide constând în valori mobiliare și instrumente ale pieței monetare înscrise sau tranzacționate pe o piață reglementată din România sau dintr-un stat membru ori care sunt admise la cota oficială a unei burse dintr-o țară terță; valori mobiliare nou-emise; titluri de participare ale O.P.C.V.M. sau A.O.P.C. stabilite sau nu în statele

membre; depozite constituite la instituțiile de credit; instrumente financiare derivate și instrumente ale pieței monetare, astfel cum acestea sunt prezentate în art. 82 al O.U.G. nr. 32/2012 și care operează pe principiul *diversificării riscului și administrării prudențiale*;

b) titlurile de participare sunt, la cererea deținătorilor, răscumpărabile continuu, direct sau indirect, din activele respectivelor organisme. Activitatea O.P.C.V.M. de a se asigura că valoarea titlurilor sale de participare pe o piață nu variază semnificativ în raport cu valoarea activului net unitar poate fi considerată echivalentă operațiunii de răscumpărare.

Înființarea O.P.C.V.M. se poate realiza fie sub formă de *fonduri deschise de investiții*, pe bază de contract civil, fie sub formă de *societăți de investiții*, prin act constitutiv, organizate sub forma societății pe acțiuni. Aceste entități emit *titluri de participare* sub forma *unităților de fond*, în cazul fondurilor deschise de investiții, sau sub forma *acțiunilor*, în cazul societăților de investiții.

Ambele categorii de entități se caracterizează prin cel puțin două trăsături specifice: scopul unic și direct este efectuarea de investiții colective în valori mobiliare lichide, iar titlurile de participare pe care le emit și pe care le distribuie investitorilor sunt răscumpărabile în mod continuu de către emitenți, la cererea deținătorilor. Cu alte cuvinte, caracteristica esențială a O.P.C.V.M. este emisiunea și răscumpărarea continuă de titluri de participare.

Prin efectul alin. (6) al art. 2 din O.U.G. nr. 32/2012, O.P.C.V.M. nu se pot transforma în alte tipuri de organisme de plasament colectiv, în schimb, sub puterea dispozițiilor cuprinse în alin. (7) al aceluiași articol, orice organism de plasament colectiv se poate transforma într-un O.P.C.V.M., cu respectarea prevederilor O.U.G. nr. 32/2012 și a reglementărilor emise de C.N.V.M. și A.S.F., după caz.

O.P.C.V.M.-urile, conform pct. 11 și 12 ale alin. (1) din art. 3 al O.U.G. nr. 32/2012, sunt împărțite în două categorii, de *tip feeder* și de *tip master*.

– O.P.C.V.M. de *tip feeder* sunt acele organisme de plasament colectiv în valori mobiliare sau compartimentele de investiții ale acestora care au fost autorizate să investească, prin exceptare de la principiul diversificării riscului și de la regula efectuării de investiții colective, cel puțin 85% din activele lor în titluri de participare emise de un alt O.P.C.V.M. sau de un compartiment de investiții al acestuia care reprezintă un O.P.C.V.M.-ul de tip master^[1].

^[1] C. Duțescu, Dreptul pieței de capital, Ed. C.H. Beck, București, 2013, p. 158.

– O.P.C.V.M. de *tip master* sunt acele organisme de plasament colectiv în valori mobiliare care: au cel puțin un O.P.C.V.M. de tip feeder printre deținătorii săi de titluri de participare, nu sunt ele însele O.P.V.V.M. de tip feeder și nu dețin titluri de participare ale unui O.P.C.V.M. de tip feeder.

Dacă un O.P.C.V.M. de tip master are cel puțin două O.P.C.V.M.-uri de tip feeder printre deținătorii săi de titluri de participare, nu se aplică principiul diversificării riscurilor și regula efectuării de investiții colective, oferindu-se astfel O.P.C.V.M.-ului de tip master posibilitatea de a alege sau nu să atragă capital de la alți investitori^[1].

Secțiunea a 2-a. Organismele de plasament colectiv

8. Organismele de plasament colectiv, denumite în continuare O.P.C., sunt, conform pct. 20 din alin. (1) al art. 2 din Legea nr. 297/2004, entități organizate, cu sau fără personalitate juridică care atrag în mod public sau privat resurse financiare ale persoanelor fizice și/sau juridice, în scopul investirii acestora, în conformitate cu dispozițiile Legii nr. 297/2004 și ale reglementărilor emise de către C.N.V.M., respectiv A.S.F., după caz, prin raportare la data emiterii reglementării incidente materiei.

În cadrul modificărilor aduse de O.U.G. nr. 32/2012 Legii nr. 297/2004 se numără și abrogarea expresă a dispozițiilor art. 76-113 din această lege care reglementau „Organismele de plasament colectiv în valori mobiliare”. Dispozițiile abrogate au fost preluate însă, într-o redactare aproape identică, de art. 63 și următoarele din O.U.G. nr. 32/2012. Efectul acestei modificări a Legii nr. 297/2004, în opinia noastră, a condus la încadrarea în perimetrul de reglementare a O.P.C., conform Legii nr. 297/2004, a „investitorilor calificați pe piața de capital”, organizați sub forma „organismelor de plasament colectiv, altele decât O.P.C.V.M.”.

O subcategorie de O.P.C. este formată din entitățile reglementate în calitate de „alte organisme de plasament colectiv”, categorie prezentată în continuare.

O.P.C., conform legii, sunt entități ce atrag în mod public resursele financiare ale persoanelor fizice și juridice, sunt constituite sub forma:

a) *fondurilor închise de investiții*, care sunt înființate, conform art. 114 din Legea nr. 297/2004, pe bază de contract de societate

^[1] În acest sens, C. Duțescu, *Dreptul pieței de capital (...)*, p. 159.

civilă și care au obligația de a răscumpăra titlurile de participare la intervale de timp prestabilite sau la anumite date, în conformitate cu documentele de constituire;

b) *societăților de investiții de tip închis* care sunt înființate prin act constitutiv, organizate sub forma societăților pe acțiuni, emit un număr limitat de acțiuni și sunt tranzacționate pe o piață.

În mod similar O.P.C.V.M., aceste entități, calificate de lege drept O.P.C., emit la înființare sau ulterior pe parcursul activității lor *titluri de participare* sub forma *unităților de fond*, în cazul fondurilor închise de investiții, sau sub forma *acțiunilor*, în cazul societăților de investiții de tip închis.

Secțiunea a 3-a. Alte organisme de plasament colectiv

9. Entitățile reglementate, obiect al acestui capitol, organizate sub forma „*altor organisme de plasament colectiv*” se împart în două categorii, respectiv cele care:

a) atrag în mod privat resurse financiare și care sunt administrate de o Societate de Administrare a Investițiilor (în continuare S.A.I.), entitate care este obligată să se înregistreze la A.S.F. și care respectă regulile prevăzute în Legea nr. 297/2004. Acestei categorii de A.O.P.C., prin efectul alin. (5) al art. 114 din Legea nr. 297/2004, îi este permis să ofere public titluri de participare.

b) fac apel privat la resursele financiare și care nu sunt administrate de o S.A.I. Acestui tip de A.O.P.C., conform alin. (4) al art. 115 din Legea nr. 297/2004, nu îi sunt aplicabile dispozițiile Titlului III. Organismele de plasament colectiv al Legii nr. 297/2004, sens în care au obligația de a stabili prin documentele constitutive reguli privind politica de investiții, conduita în afaceri și transparența, reguli care, pentru celelalte categorii de entități, sunt stabilite prin reglementările C.N.V.M. sau A.S.F., după caz. Prin raportare la „apelul privat” la resursele financiare ale investitorilor acest tip de A.O.P.C. nu va putea oferi public titluri de participare.

Constituirea unui A.O.P.C. care atrage în mod privat resurse financiare și care este administrat de o S.A.I., conform art. 205 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 15/2004, se poate realiza pe bază de contract civil sau prin act constitutiv. În aceste condiții, aceste entități emit *titluri de participare* sub forma *unităților de fond*, în cazul fondurilor deschise de investiții, sau sub forma *acțiunilor*, în cazul societăților pe acțiuni.

A.O.P.C. înregistrate la A.S.F., conform art. 185 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 15/2004, se încadrează în următoarele categorii:

a) A.O.P.C. destinate investitorilor calificați reprezentând entități autorizate să opereze pe piețe financiare în conformitate cu prevederile art. 2 alin. (1) pct. 15 lit. a) din Legea nr. 297/2004, constituite prin atragere în mod privat a resurselor financiare și cu o valoare nominală a titlului de participare de minimum 10.000 lei;

b) A.O.P.C. destinate investitorilor calificați menționați la art. 2 alin. (1) pct. 15 din Legea nr. 297/2004, constituite prin atragere în mod privat a resurselor financiare și cu o valoare nominală a titlului de participare de minimum 2 milioane lei;

c) A.O.P.C. cu o politică de investiții permisivă constituite prin atragere în mod privat sau public a resurselor financiare și cu o valoare nominală a titlului de participare de minimum 1.000 lei;

d) A.O.P.C. cu o politică de investiții diversificată constituite prin atragere în mod privat sau public a resurselor financiare și cu o valoare nominală a titlului de participare de minimum 2.000 lei;

e) alte categorii de A.O.P.C. stabilite de C.N.V.M. prin reglementări proprii.

C.N.V.M., prin efectul Instrucțiunii nr. 2/2006, emisă în aplicarea art. 185 alin. (1) lit. e) a Regulamentului C.N.V.M. nr. 15/2004, a stabilit care sunt categoriile de A.O.P.C.-uri ce vor fi înregistrate la această instituție, înregistrare ce le va atrage statutul de entități reglementate și supravegheate de A.S.F., respectiv:

a) A.O.P.C. cu o politică de investiții restrictivă, constituite prin atragere în mod privat sau public a resurselor financiare de la persoane fizice și juridice și cu o valoare nominală a titlului de participare de minimum 2,5 lei;

b) A.O.P.C. cu o politică de investiții moderată, constituite prin atragere în mod privat sau public a resurselor financiare de la persoane fizice și juridice și cu o valoare nominală a titlului de participare de minimum 50 lei;

c) A.O.P.C. garantate, din care pot face parte A.O.P.C. care atrag în mod privat sau public resurse financiare de la persoane fizice și juridice și care funcționează în conformitate cu prevederile Legii nr. 297/2004, ale Regulamentului C.N.V.M. nr. 15/2004 și ale Instrucțiunii nr. 2/2006;

d) A.O.P.C. specializate în investiții în acțiuni, constituite prin atragere în mod privat sau public a resurselor financiare de la persoane fizice și juridice;

e) A.O.P.C. specializate în investiții în obligațiuni, constituite prin atragere în mod privat sau public a resurselor financiare de la persoane fizice și juridice;

f) A.O.P.C. specializate în investiții monetare, constituite prin atragere în mod privat sau public a resurselor financiare de la persoane fizice și juridice;

g) A.O.P.C. specializate în investiții în instrumente financiare derivate, constituite prin atragere în mod privat a resurselor financiare de la persoane fizice și juridice;

h) A.O.P.C. specializate în investiții în titluri de participare ale O.P.C.V.M. și/sau A.O.P.C., constituite prin atragere în mod privat a resurselor financiare de la persoane fizice și juridice;

i) A.O.P.C. specializate în investiții în instrumente ipotecare, constituite prin atragere în mod privat sau public a resurselor financiare de la persoane fizice și juridice.

Prin efectul legii în perimetrul de reglementare rezervat A.O.P.C. sunt cuprinse *Societățile de Investiții Financiare* (în continuare S.I.F.), rezultate din transformarea, fără lichidare, a Fondurilor Proprietății Private, conform Legii nr. 133/1996, și Fondul Proprietatea, constituit ca efect al Legii nr. 247/2005.

Secțiunea a 4-a. Constituirea și administrarea societăților de investiții

10. Societățile de investiții, indiferent de modalitatea de organizare a acestora, societăți de investiții deschise sau închise, S.I.F. sau Fondul Proprietatea sunt constituite prin act constitutiv sub forma societăților pe acțiuni, aspect care le atrage personalitate juridică, aceasta în condițiile în care fondurile de investiții, deschise sau închise, în funcție de încadrarea juridică a acestora, se constituie, fără personalitate juridică, prin contract de societate civilă.

Astfel, potrivit prevederilor art. 85^[1] din Regulamentul 15/2004, societățile de investiții, se constituie ca societăți pe acțiuni prin subscripție publică în conformitate cu prevederile Legii nr. 31/1990, ale Legii nr. 297/2004 și ale Regulamentului C.N.V.M. nr. 15/2004.

^[1] Art. 85 al Regulamentului C.N.V.M. nr. 15/2004 a fost emis în aplicarea dispozițiilor art. 76 din Legea nr. 297/2004, text abrogat expres prin O.U.G. nr. 32/2012, dar care a fost preluat în mod identic în alin. (1) al art. 2 din O.U.G. nr. 32/2012, sens în care îi apreciem valabilitatea prin raportare la noua normă de drept instituită de O.U.G. nr. 32/2012.