

SEPTIMIU PANAINTE

TRANZACȚIILE DE VALORI MOBILIARE

*Teză de doctorat susținută în anul 2008
la Universitatea „Al.I. Cuza” din Iași, Facultatea de Drept
Coordonator științific Prof. Univ. Dr. Ioan Macovei*

Editura
Stamangiu

CUPRINS

ABREVIERI	XV
ARGUMENT	1
PRECIZĂRI PREALABILE	3
PARTEA I. ASPECTE GENERALE PRIVIND PIAȚA DE CAPITAL ȘI VALORILE MOBILIARE	7
CAPITOLUL I. ASPECTE GENERALE PRIVIND PIAȚA DE CAPITAL ȘI BURSELE	9
§1. Aspecte introductive	9
1.1. Sisteme de referință	9
1.2. Noțiunile de piață financiară, activ financiar și instrument financiar	13
1.2.1. Noțiunea de piață financiară	13
1.2.2. Noțiunea de activ financiar	14
1.2.3. Noțiunea de instrument financiar	15
1.3. Structura pieței financiare din România	17
§2. Piața de capital, componentă a pieței financiare	20
2.1. Noțiunea, elementele și rolul pieței de capital	20
2.2. Trăsăturile pieței de capital	22
2.3. Structura generică a pieței de capital	23
2.4. Piața primară	27
2.5. Piața secundară	28
2.5.1. Noțiuni generale	28
2.5.2. Structura pieței secundare	30
2.5.2.1. Piețele de licitație publică (auction market)	32
2.5.2.2. Piețele de dealeri	33
§3. Aspecte generale privind bursele	35
3.1. Noțiunea de bursă ca piață de capital specializată	35
3.2. Rolul și caracteristicile burselor	37
3.3. Tipuri generale de burse	39
3.4. Istoricul burselor din România	41
CAPITOLUL II. ASPECTE GENERALE PRIVIND VALORILE MOBILIARE	46
§1. Apariția și dezvoltarea valorilor mobiliare	46
§2. Noțiunea și natura juridică a valorilor mobiliare	48
2.1. Noțiunea de valori mobiliare	48
2.1.1. Reglementarea valorilor mobiliare în legislația românească	48

2.1.2. Reglementarea valorilor mobiliare la nivel european	55
2.1.3. Noțiunea de valori mobiliare în dreptul comparat	60
2.1.4. Noțiunea de valori mobiliare în doctrina românească	65
2.1.5. Valorile mobiliare din perspectiva noțiunii de titlu de credit sau titlu de valoare (genul proxim)	67
2.1.5.1. Noțiunea, caracterele și natura juridică a titlurilor de credit	67
2.1.5.2. Clasificarea titlurilor de credit	72
2.2. Natura juridică a valorilor mobiliare	74
2.3. Concluzii privind noțiunea și natura juridică a valorilor mobiliare	75
§3. Trăsăturile generale ale valorilor mobiliare	77
§4. Clasificarea valorilor mobiliare	80
§5. Aspecte privind dematerializarea valorilor mobiliare	82

CAPITOLUL III. PRINCIPALELE VALORI MOBILIARE

TRANZACȚIONATE PE PIEȚELE BURSIERE	87
§1. Valori mobiliare – titluri de capital	87
1.1. Acțiunile	87
1.1.1. Noțiune	87
1.1.2. Trăsături caracteristice	89
1.1.2.1. Acțiunea ca titlu constatator al unui drept de asociere	90
1.1.2.2. Acțiunea, titlu reprezentând o fracție din capitalul social	92
1.1.2.3. Acțiunea, titlu negociabil	93
1.1.2.3.1. Principiul liberei negociabilități a acțiunilor	93
1.1.2.3.2. Limite ale liberei negociabilități a acțiunilor	94
1.1.3. Clasificarea acțiunilor	96
1.1.4. Conținutul titlurilor sau înregistrărilor acțiunilor	107
1.1.5. Aspecte particulare privind acțiunile tranzacționate pe piața de capital	109
1.2. Drepturile de preferință și <i>warrant</i> -ele	113
1.2.1. Drepturile de preferință (de subscriere)	113
1.2.1.1. Noțiune	113
1.2.1.2. Reglementare	115
1.2.1.2.1. Drepturile de preferință în accepțiunea Legii nr. 31/1990	116
1.2.1.2.2. Drepturile de preferință pe piața de capital	117
1.2.1.3. Alte aspecte particulare privind drepturile de preferință	119
1.1.2. <i>Warrant</i> -ele	121
1.3. Titlurile de participare	123
1.3.1. Titlurile de participare la organismele de plasament colectiv în valori mobiliare	123
1.3.2. Titlurile de participare la fondurile ipotecare	124
1.3.3. Titlurile de participare securitizate	125
1.4. Certificatele de depozit pe piața internațională	126

§2. Valori mobiliare – titluri de credit	128
2.1. Obligațiunile	128
2.1.1. Noțiune	128
2.1.2. Caracteristicile obligațiunilor	130
2.1.3. Drepturile și obligațiile generale ale obligatarilor	134
2.1.4. Clasificarea obligațiunilor	135
2.1.5. Avantajele și inconvenienteale împrumutului obligatar	143
2.2. Tipuri particulare de valori mobiliare – titluri de credit negociabile pe piața de capital	144
2.2.1. Obligațiunile ipotecare	144
2.2.1.1. Noțiune	144
2.2.1.2. Aspecte specifice privind obligațiunile ipotecare	146
2.2.1.2.1. Obligațiunile ipotecare și titlurile ipotecare	146
2.2.1.2.2. Emisiunea de obligațiuni ipotecare	147
2.2.1.2.3. Drepturile deținătorilor de obligațiuni ipotecare	149
2.2.2. Titlurile de stat și obligațiunile municipale	150
2.2.2.1. Titlurile de stat	150
2.2.2.1.1. Noțiune, reglementare	150
2.2.2.1.2. Piețe de tranzacționare a titlurilor de stat	152
2.2.2.1.3. Categoriile de titluri de stat	153
2.2.2.2. Obligațiunile municipale	158
2.2.3. Euroobligațiunile	159
2.2.3.1. Introducere. Piața internațională de euroobligațiuni	159
2.2.3.2. Noțiunea și codificarea euroobligațiunilor	161
2.2.3.2.1. Noțiune.	161
2.2.3.2.2. Codificarea euroobligațiunilor	162
2.2.3.3. Trăsăturile caracteristice euroobligațiunilor	163
2.2.3.4. Principalele clasificări ale euroobligațiunilor	164
2.2.3.5. Participanții într-o emisiune de euroobligațiuni	165
2.2.3.5.1. Emitenții	165
2.2.3.5.2. Lead managerul	166
2.2.3.5.3. Agențiile de rating	167
2.2.3.5.4. Agentul de plată	168
2.2.3.5.5. Agentul fiscal. Trustee	168
2.2.3.5.6. Bursa și agentul de listare	168
2.2.3.5.7. Auditorii financiari	169
§3. Derivatele financiare	170
3.1. Aspecte introductive privind derivatele financiare și contractele la termen	170
3.2. Contractele <i>forward</i> și <i>futures</i>	171
3.3. Contractele <i>options</i>	175
3.4. Operațiunile <i>swaps</i>	177
3.5. Contractele de report. Contractele <i>repo</i> și <i>reverse repo</i>	178

PARTEA A II-A. TRANZACȚIILE DE VALORI MOBILIARE ȘI ALTE INSTRUMENTE FINANCIARE _____ 181

CAPITOLUL I. CADRUL JURIDIC ȘI INSTITUȚIONAL AL TRANZACȚIILOR DE VALORI MOBILIARE ȘI ALTE INSTRUMENTE FINANCIARE _____ 183

§1. Aspecte introductive _____	183
§2. Comisia Națională a Valorilor Mobiliare – autoritatea de reglementare, supraveghere și control a pieței de capital din România _____	185
§3. Piețele reglementate de instrumente financiare și sistemele alternative de tranzacționare _____	191
3.1. Noțiunile de piață reglementată și operator de piață. Caracteristici _____	191
3.2. Sistemele alternative de tranzacționare _____	194
§4. Specificul reglementării pieței de capital _____	195
§5. Principalii operatori de piață în România _____	197
5.1. Bursa de Valori București (B.V.B.) _____	197
5.1.1. Aspecte generale _____	197
5.1.2. Structura piețelor B.V.B. _____	198
5.2. Bursa Monetar-Financiară și de Mărfuri SA Sibiu (BMFMS) _____	200
5.2.1. Aspecte generale _____	200
5.2.2. Structura piețelor <i>BMFMS</i> _____	200

CAPITOLUL II. PARTICIPANȚII LA PIAȚA DE CAPITAL _____ 201

§1. Emitenții _____	201
1.1. Noțiuni. Categorii _____	201
1.2. Evidența emitenților, a valorilor mobiliare și a altor instrumente financiare emise de aceștia _____	202
1.3. Reguli generale privind emitenții și admiterea la tranzacționare _____	204
1.4. Obligațiile emitenților în sensul asigurării transparenței pieței și protecției investitorilor _____	206
1.5. Obligațiile emitenților de furnizare de informații reglementate de Codul B.V.B. _____	210
1.5.1. Furnizarea periodică a informațiilor _____	210
1.5.2. Furnizarea continuă a informațiilor _____	210
§2. Investitorii _____	212
2.1. Noțiuni și clasificare _____	212
2.2. Principiul protecției investitorilor _____	214
2.3. Organismele de plasament colectiv (OPC) _____	219
2.3.1. Noțiuni și reglementare _____	219
2.3.2. Societățile de administrare a investițiilor (S.A.I.) _____	221
2.3.3. Organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (O.P.C.V.M.) _____	225
2.3.4. Alte organisme de plasament colectiv (A.O.P.C.) _____	230
2.3.4.1. A.O.P.C. care atrag în mod public resurse financiare _____	231

2.3.4.2. A.O.P.C. care atrag în mod privat resurse financiare	232
2.3.4.3. A.O.P.C. care atrag în mod public sau privat resurse financiare	232
2.3.5. Organismele de plasament colectiv în valori mobiliare și societățile de depozitare	234
2.3.6. Societățile de Investiții Financiare (SIF)	236
2.3.7. Admiterea la tranzacționare în Sectorul OPC al B.V.B.	237
2.4. Fondurile de pensii administrate privat	238
2.4.1. Aspecte introductive	238
2.4.2. Fondul de pensii administrate privat și societatea de administrare	239
2.4.2.1. Autorizarea administratorului, a prospectului schemei de pensii private și a fondului de pensii.	239
2.4.2.2. Societatea de administrare	241
2.4.3. Investițiile fondului de pensii pe piața de capital	243
2.4.4. Fondul de garantare a pensiilor administrate privat	244
2.5. Traderii	245
§3. Intermediarii	247
3.1. Aspecte generale privind intermediarii și serviciile de investiții financiare	247
3.2. Societățile de servicii de investiții financiare (S.S.I.F.)	250
3.2.1. Noțiuni și clasificare	250
3.2.2. Autorizarea societăților de servicii de investiții financiare	250
3.2.3. Modul de organizare și funcționare a societăților de servicii de investiții financiare	253
3.2.4. Agenții pentru servicii de investiții financiare și agenții delegați ai societăților de servicii de investiții financiare	255
3.3. Servicii de investiții financiare transfrontaliere	257
3.3.1. Servicii și activități de investiții financiare desfășurate de S.S.I.F. pe teritoriul altor state membre	257
3.3.2. Servicii și activități de investiții financiare desfășurate în România de firmele de servicii de investiții financiare din alte state membre	259
3.3.3. Sucursalele intermediarilor din statele nemembre	260
3.4. Instituțiile de credit	260
3.5. Reguli prudențiale și de conduită aplicabile intermediarilor	261
3.5.1. Reguli prudențiale	261
3.5.2. Reguli de conduită	262
3.6. Fondul de compensare a investitorilor	264
§4. Entități care efectuează operațiuni post tranzacționare	266
4.1. Depozitarul central și depozitarii	266
4.2. Casa de compensare și decontare a instrumentelor financiare derivate și contrapartea centrală	273
4.2.1. Aspecte generale	273
4.2.2. Casa de Compensare București SA	277
4.2.3. Casa Română de Compensație SA Sibiu (CRC)	278

§5. Alți participanți _____	279
5.1. Consultanții de investiții și agențiile de rating _____	279
5.2. Reprezentanții compartimentelor de control intern _____	282
5.3. Auditorii financiari _____	282
5.4. Evaluatorii și experții independenți _____	283
5.5. Administratorii speciali și lichidatorii _____	284
5.6. Alte entități în legătură cu piața de capital _____	285

CAPITOLUL III. OFERTELE PUBLICE DE VALORI MOBILIARE

ȘI ALTE INSTRUMENTE FINANCIARE _____ 286

§1. Aspecte generale privind ofertele publice _____	286
1.1. Dreptul comun _____	286
1.2. Reguli comune privind ofertele publice _____	288
1.2.1. Noțiunea de ofertă publică. Procedura de ofertare _____	288
1.2.2. Revocarea ofertelor publice _____	289
1.2.3. Amendarea ofertelor publice _____	290
1.2.4. Caracterul irevocabil al acceptării ofertei publice _____	291
1.2.5. Perfectarea contractului _____	292
§2. Aspecte specifice ofertei publice de vânzare _____	292
2.1. Tipologie _____	292
2.2. Prospectul și procedura de ofertare _____	292
2.3. Irevocabilitatea subscrierilor _____	295
2.4. Cazurile și condițiile în care subscrierea poate fi revocată _____	296
2.4.1. Revocarea subscrierii în situația amendării prospectului de ofertă publică de vânzare _____	296
2.4.2. Revocarea subscrierii în situația în care prețul și numărul valorilor mobiliare oferite publicului nu au fost incluse în cadrul prospectului _____	296
2.4.2.1. Reglementarea dreptului de a revoca subscrierea _____	296
2.4.2.2. Termenele de exercitare a dreptului de a revoca subscrierea _____	298
2.4.2.3. Problema revocării și a diferenței între prețul de subscriere și prețul final _____	299
2.4.3. Revocarea subscrierii în situația în care este permisă de prospectul de ofertă _____	300
2.5. Perfectarea contractului când se intenționează admiterea la tranzacționare _____	301
§3. Ofertele publice de cumpărare și de preluare _____	302
3.1. Aspecte generale privind ofertele publice de cumpărare _____	302
3.2. Aspecte particulare privind oferta publică de preluare voluntară _____	303
3.3. Aspecte particulare privind oferta publică de preluare obligatorie _____	306
3.4. Suspendarea drepturilor de vot, derularea și închiderea ofertelor publice de cumpărare sau de preluare _____	307
3.5. Retragerea acționarilor dintr-o societate comercială _____	308
§4. Derularea ofertelor publice și a altor operațiuni la B.V.B. _____	308
4.1. Aspecte generale _____	308

4.2. Procedura privind derularea prin intermediul B.V.B. a vânzării de valori mobiliare prin metoda vânzare specială la ordin _____	310
§5. Concluzii _____	311
5.1. Cu privire la oferta publică și acceptarea acesteia în general _____	311
5.2. Cu privire la oferta publică de vânzare și subscrierile efectuate în cadrul acesteia _____	312

CAPITOLUL IV. MECANISMUL TRANZACȚIILOR DE VALORI MOBILIARE ȘI ALTE INSTRUMENTE FINANCIARE _____ 315

§1. Aspecte generale privind mecanismul tranzacțiilor de valori mobiliare _____	315
1.1. Cotarea și cotațiile valorilor mobiliare la burse _____	315
1.2. Tipuri generale de operațiuni bursiere _____	317
§2. Mecanismul tranzacțiilor bursiere pe piața reglementată la vedere administrată de B.V.B. _____	320
2.1. Sistemul de tranzacționare al B.V.B. _____	321
2.1.1. Condiții de acces și modul de utilizare a sistemului de tranzacționare al B.V.B. _____	321
2.1.2. Componentele sistemului de tranzacționare al B.V.B. și stările acestora _____	322
2.2. Ședința de tranzacționare la B.V.B. _____	323
2.3. Ordinele de bursă _____	324
2.3.1. Conținutul minim și condițiile de preluare și executare a ordinelor de bursă _____	324
2.3.2. Tipuri de ordine _____	326
2.3.3. Termenul de valabilitate a ordinelor de bursă _____	330
2.3.4. Operațiuni de gestionare a ordinelor de bursă _____	330
2.3.5. Priorități de afișare și de executare a ordinelor de bursă _____	331
2.3.6. Metode de tranzacționare și stări ale unei piețe de ordine _____	332
2.3.7. Cotațiile informative _____	334
2.3.8. Variația maximă de preț admisă pentru o ședință de tranzacționare. Pașii de preț și protecția de preț _____	335
2.3.9. Operațiuni de administrare a entităților-simbol _____	335
2.3.9.1. Operațiuni speciale în prima zi de tranzacționare a unui simbol _____	335
2.3.9.2. Suspendarea și reintroducerea variației de preț _____	336
2.4. Tranzacțiile bursiere pe piața reglementată la vedere administrată de B.V.B. _____	336
2.4.1. Reguli generale privind tranzacționarea instrumentelor financiare la B.V.B. _____	336
2.4.2. Tranzacțiile cross _____	337
2.4.3. Tranzacțiile exceptate _____	338
2.4.4. Tranzacțiile în marjă (margin trading) _____	338
2.5. Corectarea erorilor tranzacțiilor efectuate la B.V.B. _____	340
2.5.1. Aspecte comune corectării tranzacțiilor _____	340

2.5.2. Corectarea erorilor prin tranzacții de cumpărare speciale (buy in speciale) și prin procedura de cumpărare impusă (buy in) _____	342
2.6. Invalidarea/inconfirmarea tranzacțiilor efectuate la B.V.B. _____	343
2.7. Aspecte particulare privind tranzacționarea acțiunilor _____	344
2.7.1. Piețe utilizate pentru tranzacționarea acțiunilor _____	344
2.7.2. Parametri generali de funcționare a piețelor utilizate pentru tranzacționarea acțiunilor _____	344
2.7.3. Caracteristicile piețelor utilizate pentru tranzacționarea acțiunilor _____	345
2.7.3.1. Reguli particulare privind Piața Buy In _____	345
2.7.3.2. Reguli particulare privind Piața Sell Out _____	346
2.7.3.3. Reguli particulare privind Piața Deal _____	346
2.8. Aspecte particulare privind tranzacționarea drepturilor _____	347
2.9. Aspecte particulare privind tranzacționarea obligațiunilor _____	348
2.9.1. Elemente specifice obligațiunilor _____	348
2.9.2. Cadrul de tranzacționare a obligațiunilor _____	350
2.10. Aspecte particulare privind tranzacționarea titlurilor de stat _____	351
2.10.1. Elemente specifice titlurilor de stat _____	351
2.10.2. Cadrul de tranzacționare a titlurilor de stat _____	352
2.11. Tranzacționarea titlurilor de participare _____	354
§3. Mecanismul tranzacțiilor pe piața derivatelor administrată de B.V.B. _____	354
3.1. Aspecte generale _____	354
3.2. Ordinele de bursă și tranzacțiile cu instrumente financiare derivate (IFD) _____	355
3.3. Corectarea și invalidarea tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate (IFD) _____	356
§4. Mecanismul tranzacțiilor pe piața futures administrată de B.V.B. _____	357
4.1. Managementul pozițiilor deschise _____	357
4.1.1. Administrarea ordinelor de bursă _____	357
4.1.2. Inițierea, modificarea, lichidarea și transferul pozițiilor deschise _____	357
4.2. Marcarea la piață și prețurile de decontare _____	358
4.2.1. Prețul zilnic de decontare _____	358
4.2.2. Prețul final de decontare _____	359
§5. Aspecte particulare privind încheierea contractului de vânzare-cumpărare de valori mobiliare în cadrul B.V.B. _____	360
5.1. Aspecte controversate privind momentul încheierii contractului și semnificația juridică a tranzacției _____	360
5.2. Relevanța juridică a raportului de tranzacționare trimis de B.V.B. _____	365
5.3. Relevanța juridică a actului confirmării raportului de tranzacționare de către SSIF-uri _____	366
5.4. Relevanța juridică a obiecțiunilor la raportul de tranzacționare _____	368
5.5. Concluzii _____	368

§6. Elementul <i>a/ea</i> în contractele încheiate pe piața de capital	370
6.1. Aspecte introductive	370
6.2. Operațiunile cu instrumente financiare derivate realizate la S.C. Bursa Monetar-Financiară și de Mărfuri S.A. Sibiu	372
6.3. Operațiunile <i>swap</i>	375
6.4. Operațiunile cu drepturi de preferință	376
6.5. Tranzacțiile în marjă (<i>margin trading</i>)	377
6.6. Contractele de report. Contractele <i>repo</i> și <i>reverse repo</i>	378
6.7. Concluzie	380
CAPITOLUL V. ABUZUL DE PIAȚĂ	381
§1. Considerații introductive	381
§2. Precizări privind evoluția reglementării la nivel european	382
§3. Reglementarea actuală la nivelul Uniunii Europene	383
3.1. Cadrul general	383
3.2. Noțiunea de tranzacție bazată pe informații privilegiate	384
3.3. Noțiunea de informație privilegiată (<i>inside information</i>)	384
3.4. Subiectul activ – persoana inițiată	388
3.5. Noțiunea de instrument financiar în sensul Directivei 2003/6/CE	390
3.6. Control și sancționare	390
§4. Abuzul de piață în dreptul românesc	391
4.1. Aplicarea dispozițiilor referitoare la abuzul de piață din Legea nr. 297/2004	391
4.2. Tranzacțiile bazate pe informații privilegiate	392
4.2.1. Considerații privind actuala reglementare a tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate în dreptul românesc	392
4.2.2. O abordare dialectică a interdicției tranzacționării bazate pe informații privilegiate	396
4.3. Manipularea pieței	400
4.3.1. Noțiune	400
4.3.2. Obligații generice	401
4.4. Monitorizarea pieței reglementate la vedere administrată de B.V.B.	401
4.4.1. Aspecte generale privind monitorizarea	401
4.4.2. Reguli specifice privind abuzul de piață	402
4.4.3. Principii privind executarea ordinelor clienților	403
4.5. Concluzii	404
CAPITOLUL VI. OPERAȚIUNILE TRANSFRONTALIERE	406
§1. Considerații introductive	406
§2. Operațiunile transfrontaliere din perspectiva legii-cadru privind piața de capital din România	407
2.1. Reguli privind activitatea intermediarilor în contextul derulării de operațiuni transfrontaliere	407

2.1.1. Societățile de servicii de investiții financiare (S.S.I.F.) din România _____	407
2.1.2. Intermediarii din state membre _____	409
2.1.3. Intermediari din state nemembre _____	409
2.2. Ofertele publice transfrontaliere _____	410
2.2.1. Aspecte generale _____	410
2.2.2. Aspecte specifice operațiunilor transfrontaliere vizând ofertele publice de preluare _____	411
2.3. Reguli privind activitatea organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare și a societăților de administrare a investițiilor în contextul derulării de operațiuni transfrontaliere _____	412
2.3.1. Reguli privind activitatea organismelor de plasament colectiv în valori mobiliare (O.P.C.V.M.) în contextul derulării de operațiuni transfrontaliere _____	412
2.3.2. Reguli privind activitatea societăților de administrare a investițiilor (S.A.I.). Libera circulație a serviciilor în reglementarea Legii nr. 297/2004 _____	413
2.4. Cooperarea între autoritățile competente _____	413
§3. Tranzacțiile cu valori mobiliare din perspectiva Legii nr. 105/1992 cu privire la reglementarea raporturilor de drept internațional privat _____	414
3.1. Dispoziții generale _____	414
3.2. Dispoziții privitoare la bunuri în general și la bunurile mobile corporale în special _____	416
3.3. Dispoziții generale privitoare la actul juridic _____	417
3.4. Condițiile de fond ale contractului _____	417
3.5. Condițiile de formă și de publicitate ale contractului (art. 86-87) _____	419
3.6. Contractul de vânzare _____	419
3.7. Contractul de intermediere _____	420
3.8. Reglementări privind actul ilicit și răspunderea pentru atingeri aduse personalității _____	420
§4. Aspecte de drept internațional privind emisiunile de euroobligațiuni _____	421
§5. Concluzii _____	424
CONCLUZII FINALE _____	427
BIBLIOGRAFIE _____	437