

DEPARTAMENTUL DE STUDII PARLAMENTARE ȘI POLITICI UE
DIRECȚIA STUDII ȘI DOCUMENTARE LEGISLATIVĂ

**PIAȚA INSTRUMENTELOR FINANCIARE
ȘI REGLEMENTAREA CROWDFUNDING-ULUI
ÎNTR-O SERIE DE STATE MEMBRE ALE UNIUNII EUROPENE**

MAI 2017

Documentare și sinteză: Dan Alexandreanu, consilier parlamentar
Bogdan Mrejeru, consilier parlamentar

Sinteza documentară poate fi accesată direct pe Intranet la pagina Direcției studii și documentare legislativă.

* Lucrările elaborate în cadrul Direcției studii și documentare legislativă sunt cu caracter documentar și nu reprezintă punctul de vedere al Camerei Deputaților.

C U P R I N S

CADRUL EUROPEAN DE REGLEMENTARE A PIEȚEI PRIVIND TRANZACȚIONAREA INSTRUMENTELOR FINANCIARE	4
REGLEMENTĂRI NAȚIONALE ÎN STATE MEMBRE ALE UNIUNII EUROPENE	
AUSTRIA	14
BELGIA	16
BULGARIA	18
CEGIA	20
DANEMARCA	23
FINLANDA	25
FRANȚA	26
GERMANIA	29
ITALIA	31
LITUANIA	34
LETONIA	37
MAREA BRITANIE	41
OLANDA	43
POLONIA	45
ROMÂNIA	48
SPANIA	49
CONSIDERAȚII GENERALE PRIVIND CROWDFUNDING-UL	51
CADRUL EUROPEAN DE REGLEMENTARE PENTRU CROWDFUNDING	56
ITALIA	58
MAREA BRITANIE	59
SPANIA	61
BIBLIOGRAFIE	62

CADRUL EUROPEAN DE REGLEMENTARE A PIEȚEI PRIVIND TRANZACȚIONAREA INSTRUMENTELOR FINANCIARE

Baza legală

- *Directiva nr. 93/22/CEE a Consiliului privind serviciile de investiții în domeniul valorilor mobiliare*
- *Directiva nr. 2004/39/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind piețele instrumentelor financiare¹, 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, precum și prin Directiva nr. 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE² (MiFID)*
- *Directiva nr. 2000/12/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind inițierea și exercitarea activității instituțiilor de credit³*
- *Directiva nr. 93/6/CEE a Consiliului privind rata de adecvare a capitalului întreprinderilor de investiții și al instituțiilor de credit, modificată prin Directiva 2002/87/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind supravegherea suplimentară a instituțiilor de credit, a întreprinderilor de asigurare și a întreprinderilor de investiții care aparțin unui conglomerat financiar și de modificare a Directivelor 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE și 93/22/CEE ale Consiliului și a Directivelor 98/78/CE și 2000/12/CE ale Parlamentului European și ale Consiliului⁴*
- *Directiva nr. 2002/92/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind intermedierea de asigurări*
- *Directiva nr. 2002/47/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind contractele de garanție financiară⁵*
- *Directiva nr. 2001/34/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a unei burse de valori și informațiile care trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare⁶*
- *Recomandarea nr. 98/257/CE a Comisiei privind principiile aplicabile organelor responsabile cu soluționarea extrajudiciară a litigiilor privind furnizarea de servicii consumatorilor⁷*
- *Directiva nr. 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind delictele de inițiat și manipulările de piață, modificată prin Directiva 2010/78/UE a Parlamentului European și a Consiliului de modificare a Directivelor 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE și 2009/65/CE cu privire la competențele*

¹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=EN>

² <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:02014L0065-20160701&from=RO>

³ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0048>

⁴ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0087>

⁵ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0047>

⁶ <http://lege5.ro/Gratuit/gy3dgnjthe/directiva-nr-34-2001-privind-admiterea-valorilor-mobiliare-la-cota-oficiala-a-unei-burse-de-valori-si-informatiile-care-trebuie-publicate-cu-privire-la-aceste-valori-mobiliare&d=2017-04-08>

⁷ <https://cristidanilet.ro/continut/adr/ue/343-recomandarea-comisiei-din-30-martie-1998-cu-privire-la-principiile-aplicabile-organelor-responsabile-pentru-soluionarea-extrajudiciar-a-litigiilor-consumatorilor>

*Autorității europene de supraveghere (Autoritatea bancară europeană), ale Autorității europene de supraveghere (Autoritatea europeană pentru asigurări și pensii ocupaționale) și ale Autorității europene de supraveghere (Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe)*⁸

- *Directiva nr. 91/308/CEE a Consiliului privind prevenirea folosirii sistemului financiar în scopul spălării banilor, modificată prin Directiva 2005/60/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind prevenirea utilizării sistemului financiar în scopul spălării banilor și finanțării terorismului*⁹.

- *Regulamentul UE nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012*¹⁰.

- *Directiva nr. 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE*¹¹

• *Directiva 93/22/CEE a Consiliului privind serviciile de investiții în domeniul valorilor mobiliare*¹² a urmărit crearea unui mediu în care întreprinderile de investiții și băncile autorizate să poată, pe baza autorizației eliberate și a supravegherii exercitate de statul membru de origine, furniza anumite servicii sau stabili sucursale în alte state membre. În acest sens, directiva a încercat să armonizeze condițiile inițiale de autorizare și de funcționare aplicabile întreprinderilor de investiții, inclusiv normele de conduită, precum și armonizarea anumitor norme aferente funcționării piețelor reglementate.

În timp s-a constatat necesitatea adoptării unui cadru de reglementare global care să armonizeze desfășurarea tranzacțiilor cu instrumente financiare, oricare ar fi metodele de tranzacționare utilizate în acest scop, pentru a garanta o calitate sporită de efectuare a operațiunilor investitorilor și pentru a păstra integritatea și eficiența globală a sistemului financiar.

• Cadru de reglementare coerent și adaptat riscului, aplicabil principalelor tipuri de sisteme de executare a ordinelor valabile pe piața financiară europeană a fost modificat prin adoptarea *Directivei nr. 2004/39/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind piețele instrumentelor financiare*¹³, 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*, precum și prin *Directiva nr. 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE*¹⁴ (MiFID).

Astfel, s-a recunoscut apariția, în paralel cu piețele reglementate, a unei noi generații de sisteme de tranzacționare organizată, care trebuia supusă anumitor obligații vizând menținerea funcționării eficiente și ordonate a piețelor financiare,

⁸ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX:02010L0078-20110104>

⁹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32005L0060>

¹⁰ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>

¹¹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>

¹² <http://publications.europa.eu/ro/publication-detail/-/publication/8614591e-a2a0-43ea-bc57-ac5617e02509/language-ro>

¹³ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=EN>

¹⁴ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:02014L0065-20160701&from=RO>

inclusiv prin includerea unui nou serviciu de investiții, aferent exploatării unui sistem multilateral de tranzacționare (MTF).

Persoanele care furnizează servicii de investiții și/sau exercită activități de investiții reglementate de prezenta directivă trebuie să fie supuse unei autorizații eliberate de statul lor membru de origine în scopul asigurării protecției investitorilor și al stabilității sistemului financiar.

- Instituțiile de credit care sunt autorizate în temeiul *Directivei 2000/12/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind inițierea și exercitarea activității instituțiilor de credit*¹⁵ nu trebuie să aibă nevoie de o altă autorizație în temeiul Directivei nr. 2004/39/CE pentru a furniza servicii de investiții sau a exercita activități de investiții de aceeași natură.

În cazul în care o instituție de credit decide să furnizeze astfel de servicii sau să exercite asemenea activități, autoritățile competente ar trebui să se asigure, înainte de a acorda autorizația, că respectă dispozițiile Directivei nr. 2004/39/CE.

În cazul în care o întreprindere de investiții furnizează ocazional unul sau mai multe servicii de investiții sau exercită ocazional una sau mai multe activități de investiții nereglementate de autorizația pe care o deține, aceasta nu trebuie să aibă nevoie de o autorizație suplimentară, conform Directivei nr. 2004/39/CE.

Principiile recunoașterii reciproce și ale supravegherii exercitate de statul membru de origine reclamă ca autoritățile competente ale statelor membre să nu acorde autorizația, sau să o retragă, în cazul în care anumite elemente, precum conținutul programului de activitate, distribuirea geografică sau activitățile exercitate efectiv, indică faptul că, în mod evident, întreprinderea de investiții a optat pentru sistemul juridic al unui stat membru pentru a se sustrage de la normele mai stricte în vigoare într-un alt stat membru pe teritoriul căruia ea intenționează să își exercite sau își desfășoare majoritatea activităților. O întreprindere de investiții, persoană juridică, trebuie să fie autorizată în statul membru în care se află sediul social al acesteia. O întreprindere de investiții care nu este persoană juridică trebuie să fie autorizată în statul membru în care este situată administrația sa centrală. În plus, statele membre trebuie să solicite ca administrația centrală a unei întreprinderi de investiții să fie întotdeauna situată în statul său membru de origine și să funcționeze efectiv în acest stat.

- Întreprinderile de investiții care sunt exonerate de la anumite obligații prevăzute de *Directiva nr. 93/6/CEE a Consiliului privind rata de adecvare a capitalului întreprinderilor de investiții și al instituțiilor de credit*, modificată prin *Directiva 2002/87/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind supravegherea suplimentară a instituțiilor de credit, a întreprinderilor de asigurare și a întreprinderilor de investiții care aparțin unui conglomerat financiar și de modificare a Directivelor 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE și 93/22/CEE ale Consiliului și a Directivelor 98/78/CE și 2000/12/CE ale Parlamentului European și ale Consiliului*¹⁶ sunt obligate să dețină fie un capital minim, fie o asigurare de responsabilitate civilă profesională, fie o combinație a acestor două obligații.

- Orice adaptare a valorilor acestei asigurări ar trebui să țină seama de revizuirea efectuată în cadrul *Directivei nr. 2002/92/CE a Parlamentului European și*

¹⁵ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0048>

¹⁶ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0087>

a *Consiliului privind intermedierea de asigurări*¹⁷. Acest regim special în materie de adecvare a capitalului propriu ar trebui să nu aducă atingere nici unei decizii legate de tratamentul aplicat întreprinderilor respective în cadrul revizuirilor viitoare ale legislației comunitare privind adecvarea capitalului.

Sfera de aplicare a reglementării prudențiale trebuie să fie limitată doar la entitățile care reprezintă un risc de contrapartidă pentru alți participanți de pe piață datorită faptului că acestea gestionează un portofoliu de tranzacționare cu titlu profesional. Astfel, trebuie excluse din această sferă de aplicare nu numai entitățile care tranzacționează instrumente financiare în cont propriu, inclusiv instrumentele derivate pe materii prime reglementate de Directiva nr. 2004/39/CE, ci și cele care furnizează, în mod auxiliar la nivelul grupului, servicii de investiții legate de aceste instrumente derivate clienților activității lor principale, cu condiția ca această activitate principală să nu reprezinte furnizarea de servicii de investiții în sensul directivei.

- În cazul în care, în conformitate cu legislația comunitară și în special cu *Directiva 2002/47/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind contractele de garanție financiară*¹⁸, un client transferă întreaga proprietate de instrumente financiare sau de fonduri unei întreprinderi de investiții cu titlu de asigurări de obligații prezente sau viitoare, fie că sunt reale, condiționale sau potențiale, sau pentru a le garanta în alt mod, se cuvine, de asemenea, a considera că aceste instrumente sau fonduri nu trebuie să mai aparțină clientului.

Unul dintre obiectivele adoptării Directivei nr. 2004/39/CE a fost acela de a proteja investitorii. Măsurile destinate să protejeze investitorii trebuie să fie adaptate particularităților fiecărei categorii de investitori (obișnuiți, profesioniști și contrapartide).

Prin derogare de la principiul conform căruia statul membru de origine eliberează autorizația, exercită supravegherea și își asumă controlul îndeplinirii obligațiilor prevăzute în scopul exploatarei unei sucursale, autoritatea competentă a statului membru gazdă a sucursalei trebuie să aibă responsabilitatea de a controla îndeplinirea anumitor obligații prevăzute de Directiva UE pentru orice operațiune efectuată de o sucursală pe teritoriul statului membru în care este stabilită; această din urmă autoritate este, de fapt, cea mai apropiată de sucursală și, prin urmare, cea mai bine plasată pentru a detecta și a stopa infracțiuni împotriva normelor aplicabile operațiunilor efectuate de aceasta.

Este necesar a se impune întreprinderilor de investiții o obligație efectivă de bună executare, pentru a asigura că acestea execută ordinele clienților în condițiile care le sunt cele mai favorabile. Aceasta ar trebui să se aplice întreprinderilor de investiții care au obligații contractuale sau obligații de intermediar față de clienții lor.

O concurență echitabilă necesită ca participanții de pe piață și investitorii să fie în măsură să compare prețurile pe care sistemele de tranzacționare (adică piețele reglementate, MTF și intermediarii) sunt obligate să le publice. În acest scop, se recomandă ca statele membre să elimine orice obstacol care poate afecta consolidarea informațiilor pertinente la nivel european, precum și publicarea lor.

Autorizația referitoare la exploatarea unei piețe reglementate trebuie să includă orice activitate care are legătură directă cu afișarea, prelucrarea, executarea, confirmarea și notificarea ordinelor, din momentul în care acestea sunt

¹⁷ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A32002L0092>

¹⁸ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0047>

primite de piața reglementată și până în momentul în care sunt transmise pentru finalizare ulterioară, precum și orice activitate aferentă admiterii de instrumente financiare la tranzacționare. Autorizația ar trebui să includă, de asemenea, tranzacțiile încheiate prin intermediul formatorilor de piață la care apelează piața reglementată, în cazul în care aceste tranzacții se efectuează în cadrul sistemelor sale și în conformitate cu normele care le reglementează. Tranzacțiile încheiate de membri sau de către participanți ai pieței reglementate sau ai MTF nu trebuie considerate toate ca efectuate în cadrul sistemelor unei piețe reglementate sau ale unui MTF. Tranzacțiile pe care membrii sau participanții le încheie în mod bilateral și care nu îndeplinesc toate obligațiile stabilite pentru o piață reglementată sau un MTF în temeiul prezentei directive trebuie considerate ca tranzacții încheiate în afara unei piețe reglementate sau a unui MTF în scopul definirii internalizatorilor sistematici. În astfel de cazuri, obligația întreprinderilor de investiții de a-și face publice prețurile ferme trebuie să se aplice în cazul în care sunt îndeplinite condițiile prevăzute de Directiva nr. 2004/39/CE.

- Dispozițiile Directivei nr. 2004/39/CE referitoare la admiterea de instrumente la tranzacționare în conformitate cu normele aplicate de o piață reglementată nu trebuie să aducă atingere aplicării *Directivei 2001/34/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a unei burse de valori și informațiile care trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare*¹⁹. O piață reglementată nu trebuie împiedicată să aplice cerințe mai stricte decât cele prevăzute emitenților de valori mobiliare sau de instrumente, pe care aceștia intenționează să le admită la tranzacționare.

- Pentru a proteja clienții și fără a se aduce atingere dreptului acestora de a-și prezenta litigiile în fața instanțelor, se cuvine ca statele membre să încurajeze organismele publice sau private însărcinate cu soluționarea acestor litigii pe cale extrajudiciară să coopereze în scopul soluționării litigiilor transfrontaliere, ținând seama de *Recomandarea 98/257/CE a Comisiei privind principiile aplicabile organelor responsabile cu soluționarea extrajudiciară a litigiilor privind furnizarea de servicii consumatorilor*²⁰. Atunci când aplică dispozițiile privind procedurile extrajudiciare de depunere a reclamațiilor și a căilor de atac, statele membre ar trebui încurajate să utilizeze mecanismele de cooperare transfrontaliere existente, în special rețeaua privind căile de atac în materie de servicii financiare FIN-Net (Financial Services Complaints Network).

Norme de conduită pentru furnizarea de servicii de investiții clienților

Statele membre solicită ca, în cazul în care furnizează clienților servicii de investiții și, după caz, servicii auxiliare, întreprinderile de investiții să acționeze într-un mod onest, echitabil și profesionist care să corespundă cel mai bine intereselor clienților respectivi și să respecte, în special, principiile enunțate de cadrul legal.

Toate informațiile, inclusiv publicitare, adresate de întreprinderea de investiții clienților sau clienților potențiali trebuie să fie corecte, clare și neînșelătoare. Informațiile publicitare trebuie să fie clar identificabile ca atare.

¹⁹ <http://lege5.ro/Gratuit/gy3dgnjthe/directiva-nr-34-2001-privind-admiterea-valorilor-mobiliare-la-cota-oficiala-a-unei-burse-de-valori-si-informatiile-care-trebuie-publicate-cu-privire-la-aceste-valori-mobiliare&d=2017-04-08>

²⁰ <https://cristidanilet.ro/continut/adr/ue/343-recomandarea-comisiei-din-30-martie-1998-cu-privire-la-principiile-aplicabile-organelor-responsabile-pentru-soluionarea-extrajudiciar-a-litigiilor-consumatorilor>

Clienților sau clienților potențiali le sunt comunicate informații adecvate sub o formă comprehensibilă privind:

- întreprinderea de investiții și serviciile sale;
- instrumentele financiare și strategiile de investiții propuse, care ar trebui să includă orientări și avertizări adecvate privind riscurile inerente investiției în aceste instrumente sau anumitor strategii de investiții;
- sistemele de executare;
- costurile și cheltuielile aferente, pentru a permite în mod rezonabil acestora să înțeleagă natura serviciului de investiții sau a tipului specific de instrument financiar propus, precum și riscurile aferente acestora și, prin urmare, să adopte decizii în materie de investiții în cunoștință de cauză. Aceste informații pot fi furnizate sub o formă standardizată.

În cazul în care furnizează servicii de consiliere în investiții sau servicii de gestionare de portofoliu, întreprinderea de investiții obține informațiile necesare privind cunoștințele și experiența clientului sau ale clientului potențial în materie de investiții, în raport cu tipul specific de produs sau de serviciu, situația sa financiară și obiectivele sale de investiții, astfel încât să îi poată recomanda serviciile de investiții și instrumentele financiare care îi convin.

În cazul în care întreprinderile de investiții furnizează alte servicii de investiții decât cele menționate mai sus, statele membre veghează ca acestea să solicite clientului sau clientului potențial furnizarea de informații privind cunoștințele și experiența sa în materie de investiții în raport cu tipul specific de produs sau de serviciu propus sau solicitat, pentru a fi în măsură să stabilească dacă serviciul sau produsul de investiții avut în vedere convine clientului.

Întreprinderea de investiții întocmește un dosar incluzând documentul sau documentele aprobate de întreprinderea de investiții și de client, în care sunt enunțate drepturile și obligațiile părților, precum și celelalte condiții în care întreprinderea de investiții furnizează servicii clientului. Drepturile și obligațiile părților la contract pot fi incluse prin trimiteri la alte documente sau texte juridice.

Clientul trebuie să primească de la întreprinderea de investiții rapoarte adecvate privind serviciul pe care aceasta îl furnizează clienților săi. Aceste rapoarte includ, după caz, costurile legate de tranzacțiile efectuate și de serviciile furnizate în numele clientului.

Pentru a asigura protecția necesară a investitorilor și aplicarea uniformă a Directivei, Comisia a adoptat, în conformitate cu procedura prevăzută mai sus, măsuri de punere în aplicare care vizează a garanta că întreprinderile de investiții respectă principiile prevăzute la prevederile menționate anterior cu ocazia furnizării de servicii de investiții sau de servicii auxiliare clienților lor. Aceste măsuri de punere în aplicare iau în considerare:

- (a) natura serviciului sau a serviciilor propuse sau furnizate clientului sau clientului potențial, ținând seama de tipul, obiectul, amploarea și frecvența tranzacțiilor;
- (b) natura instrumentelor financiare propuse sau avute în vedere;
- (c) tipul de client sau de client potențial (client obișnuit sau profesional).

Statele membre solicită întreprinderilor de investiții să ia toate măsurile rezonabile pentru a obține, la executarea ordinelor, cel mai bun rezultat posibil pentru clienții lor ținând seama de prețul, costurile, rapiditatea, probabilitatea de executare și de soluționare, mărimea, natura ordinului sau de orice alte considerente privind executarea ordinului. Cu toate acestea, de fiecare dată când există o

instrucțiune specifică furnizată de clienți, întreprinderea de investiții execută ordinul respectând această instrucțiune.

- Fără a aduce atingere repartizării responsabilităților aferente controlului respectării dispozițiilor *Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind delictele de inițiat și manipulările de piață*, modificată prin *Directiva 2010/78/UE a Parlamentului European și a Consiliului de modificare a Directivelor 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE și 2009/65/CE cu privire la competențele Autorității europene de supraveghere (Autoritatea bancară europeană), ale Autorității europene de supraveghere (Autoritatea europeană pentru asigurări și pensii ocupaționale) și ale Autorității europene de supraveghere (Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe)*²¹, statele membre trebuie să se asigure că sunt luate măsuri adecvate pentru ca autoritățile competente să poată controla activitatea întreprinderilor de investiții pentru a se asigura că acestea o exercită într-un mod cinstit, echitabil și profesionist, favorizând integritatea pieței.

- Statele membre solicită întreprinderilor de investiții să mențină la dispoziția autorităților competente, pe o perioadă de minim 5 ani, datele pertinente referitoare la toate tranzacțiile cu instrumente financiare pe care le-au încheiat, fie în cont propriu, fie în numele clientului. În cazul tranzacțiilor încheiate în numele unui client, aceste înregistrări conțin toate informațiile privind identitatea acestui client, precum și informațiile necesare în temeiul *Directivei 91/308/CEE a Consiliului privind prevenirea folosirii sistemului financiar în scopul spălării banilor*, modificată prin *Directiva 2005/60/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind prevenirea utilizării sistemului financiar în scopul spălării banilor și finanțării terorismului*²².

Autoritățile competente verifică:

- (a) actualizarea în mod regulat de către întreprinderile de investiții a prețurilor de vânzare și cumpărare publicate și menținerea unor prețuri care să corespundă condițiilor predominante de pe piață;

- (b) respectarea de către întreprinderile de investiții a condițiilor prevăzute pentru acordarea unui preț mai bun.

Statele membre solicită cel puțin întreprinderilor de investiții și operatorilor care exploatează un MTF să facă publice prețurile curente de cumpărare și de vânzare și profunzimea pieței la aceste prețuri, afișate de sistemele lor pentru acțiunile admise la tranzacționare pe o piață reglementată. Statele membre prevăd că aceste informații sunt făcute publice în condiții comerciale rezonabile și în mod continuu, în timpul programului normal de tranzacționare.

Instrumente financiare

1. Valorile mobiliare
2. Instrumentele pieței monetare.
3. Unitățile de organisme de plasament colectiv.
4. Contractele de opțiuni, contractele la termen, contractele swap, contractele la termen pe rata dobânzii și orice alte contracte derivate referitoare la valori mobiliare, monede, rate ale dobânzii sau ale rentabilității sau alte instrumente derivate, indici financiari sau măsuri financiare care pot fi regularizate prin livrare fizică sau în numerar.

²¹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX:02010L0078-20110104>

²² <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32005L0060>

5. Contractele de opțiuni, contractele la termen, contractele swap, contractele la termen pe rata dobânzii și orice alte contracte derivate referitoare la materii prime care trebuie regularizate în numerar sau pot fi regularizate în numerar la cererea uneia dintre părți (altfel decât în caz de încălcare a obligațiilor sau de alt incident care conduce la reziliere).

6. Contractele de opțiuni, contractele la termen, contractele swap și orice alt contract derivat referitor la materii prime care pot fi regularizate prin livrare fizică, cu condiția să fie tranzacționate pe o piață reglementată și/sau un MTF.

7. Contractele de opțiuni, contractele la termen, contractele swap, contractele la termen fix („*forwards*”) și orice alte contracte derivate referitoare la materii prime care pot fi regularizate prin livrare fizică, care nu au fost menționate în alt mod mai sus și neavând scopuri comerciale, care prezintă caracteristicile altor instrumente financiare derivate ținând seama dacă, în special, sunt compensate și regularizate prin intermediul unor organisme de compensare recunoscute sau fac obiectul unor apeluri în marjă regulate.

8. Instrumentele derivate care servesc la transferul riscului de credit.

9. Contractele financiare pentru diferențe (*“financial contracts for differences”*).

10. Contractele de opțiuni, contractele la termen, contractele swap, swap-uri la termen pe rata dobânzii și orice alte contracte derivate referitoare la variabile climatice, la taxe de navlu, la autorizații de emisiuni sau la rate ale inflației sau alte statistici economice oficiale care trebuie regularizate în numerar sau pot fi regularizate în numerar la cererea uneia dintre părți (altfel decât în caz de încălcare a obligațiilor sau de alt incident care conduce la reziliere), precum și orice alte contracte derivate privind active, drepturi, obligații, indici și măsuri care nu au fost menționate mai sus, care prezintă caracteristicile altor instrumente financiare derivate ținând seama dacă, în special, sunt tranzacționate pe o piață reglementată sau un MTF, sunt compensate și regularizate prin intermediul unor organisme de compensare recunoscute.

• În plus legislația comunitară trebuie corelată cu prevederile *Regulamentului UE nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012*²³.

Conform documentului, legislația trebuie să includă două instrumente legislative diferite, și anume o directivă și un regulament. Împreună, cele două instrumente formează cadrul legal care va guverna cerințele aplicabile firmelor de investiții, piețelor reglementate și prestatorilor de servicii care au obligații de raportare. Nevoia de a stabili un set unic de norme pentru toate instituțiile cu privire la anumite cerințe, de a evita posibilul arbitraj de reglementare și de a le oferi participanților la piață mai multă certitudine juridică și un grad mai mic de complexitate a normelor justifică utilizarea unei baze juridice care permite elaborarea unui regulament. Pentru a îndepărta și ultimele obstacole din calea bunei desfășurări a tranzacțiilor, precum și denaturările majore ale concurenței rezultate din diferențele dintre legislațiile naționale și pentru a preveni apariția unor eventuale noi obstacole și denaturări ale concurenței de acest gen, a fost necesar să se adopte un regulament care să impună norme uniforme, aplicabile în toate statele membre. Acest act direct aplicabil are ca obiectiv să contribuie în mod decisiv la buna funcționare a pieței interne și trebuie, în consecință, să se bazeze pe articolul 114 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene (TFUE), interpretat în conformitate cu jurisprudența Curții de Justiție a Uniunii Europene.

²³ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>

Regulamentul stabilește cerințe uniforme în legătură cu următoarele aspecte:

- (a) publicarea datelor referitoare la tranzacții;
- (b) raportarea tranzacțiilor către autoritățile competente;
- (c) tranzacționarea instrumentelor financiare derivate în locuri organizate;
- (d) accesul nediscriminatoriu la compensare și la tranzacționarea valorilor de referință;
- (e) atribuțiile autorităților competente, ale ESMA și ale ABE în ceea ce privește intervenția asupra produselor, precum și competențele ESMA în privința controalelor asupra administrării pozițiilor și a limitării pozițiilor;
- (f) furnizarea de servicii de investiții sau desfășurarea de activități de investiții de către societățile din țări terțe în urma unei decizii de echivalare aplicabile adoptate de Comisie, în prezența sau în absența unei sucursale.

• Prin adoptarea *Directivei nr. 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE*²⁴ s-a considerat oportună includerea în lista instrumentelor financiare a instrumentelor financiare derivate pe mărfuri și a celor care, prin modul de constituire și tranzacționare, implică aspecte de reglementare comparabile celor aplicabile instrumentelor financiare clasice.

Domeniul instrumentelor financiare include contractele de energie care pot fi decontate prin livrare fizică tranzacționate într-un sistem organizat de tranzacționare (organised trading facility - OTF), cu excepția celor deja reglementate prin *Regulamentul (UE) nr. 1227/2011 al Parlamentului European și al Consiliului*. Au fost luate o serie de măsuri pentru a reduce impactul includerii acestor contracte asupra firmelor care tranzacționează aceste produse. Respectivul firmelor sunt în prezent exonerate de cerințele în materie de fonduri proprii în conformitate cu *Regulamentul (UE) nr. 575/2013 al Parlamentului European și al Consiliului*, iar această exonerare va face obiectul revizuirii conform articolului 493 alineatul (1) din respectivul regulament, înainte de a expira, cel târziu la sfârșitul anului 2017. Respectivelor contracte având calitatea de instrumente financiare, urmează să li se aplice încă de la început legislația privind piețele financiare, ceea ce înseamnă că cerințele privind limitarea pozițiilor, raportarea tranzacțiilor și abuzul de piață s-ar aplica de la data intrării în vigoare a prezentei directive și a Regulamentului (UE) nr. 600/2014. Cu toate acestea, se prevede o perioadă de tranziție de 42 de luni pentru aplicarea obligației de compensare și a cerințelor de marjă prevăzute în *Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului*.

Pe piețele secundare spot de tranzacționare a certificatelor de emisii (EU Allowance - EUA) au existat practici frauduloase care pot să submineze încrederea în sistemele de comercializare a certificatelor de emisii instituit prin *Directiva nr. 2003/87/CE a Parlamentului European și a Consiliului*, în prezent luându-se măsuri pentru consolidarea sistemului de registre EUA și pentru a institui condiții mai stricte pentru deschiderea conturilor de tranzacționare a acestor certificate. Pentru a consolida integritatea acestor piețe și pentru a garanta funcționarea lor eficientă, inclusiv supravegherea amplă a activităților de tranzacționare, s-a considerat oportună completarea măsurilor adoptate prin *Directiva 2003/87/CE* prin includerea integrală a certificatelor de emisii în domeniul de aplicare al Regulamentului (UE) nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului, clasificându-le drept instrumente financiare.

²⁴ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>

Firmele de investiții care sunt exonerate de la anumite obligații prevăzute de Directiva 2013/36/UE ar trebui obligate să dețină fie un capital minim sau o asigurare de răspundere civilă profesională, fie o combinație a acestora două. Orice adaptare a valorilor acestei asigurări ar trebui să țină seama de revizuirea efectuată în cadrul Directivei 2002/92/CE a Parlamentului European și a Consiliului. Acest regim special în materie de adecvare a capitalului nu trebuie să aducă atingere niciunei decizii legate de tratamentul aplicat firmelor respective în cadrul revizuirilor viitoare ale dreptului Uniunii privind adecvarea capitalului.

Directiva 2006/73/CE a Comisiei permite statelor membre să impună, în contextul cerințelor organizatorice pentru firmele de investiții, înregistrarea convorbirilor telefonice sau a corespondenței electronice care se referă la ordinele clienților. Înregistrarea convorbirilor telefonice sau a corespondenței electronice referitoare la ordinele clienților este compatibilă cu Carta drepturilor fundamentale a Uniunii Europene și este justificată având în vedere scopul sporirii gradului de protecție a investitorilor, al unei mai bune supravegheri a pieței și al creșterii securității juridice în interesul firmelor de investiții și al clienților lor. Importanța acestor înregistrări este, de asemenea, menționată în recomandările tehnice pentru Comisie emise de Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare în iulie 2010. Aceste înregistrări trebuie să garanteze că există dovezi care să ateste termenii oricăror ordine date de un client și corespondența lui cu tranzacțiile executate de firmele de investiții, precum și să permită depistarea oricăror comportamente care ar putea fi relevante în ceea ce privește abuzul de piață, inclusiv în situațiile în care firmele efectuează tranzacții pe cont propriu.

Există o multitudine de locuri de tranzacționare care funcționează în prezent în Uniune, iar câteva dintre acestea au ca obiect tranzacționarea unor instrumente financiare identice. Pentru a aborda riscurile potențiale la care sunt supuse interesele investitorilor, trebuie aduse într-un cadru formal și coordonate în mai mare măsură procesele legate de consecințele tranzacționării în alte locuri de tranzacționare în cazul în care o firmă de investiții sau un operator de piață care exploatează un loc de tranzacționare decide suspendarea sau retragerea unui instrument financiar de la tranzacționare. În scopul securității juridice și pentru a aborda în mod adecvat conflictele de interese atunci când se iau deciziile de suspendare sau de retragere a unor instrumente financiare de la tranzacționare, ar trebui să se stipuleze că, în cazul în care o firmă de investiții sau un operator de piață care exploatează un loc de tranzacționare sistează tranzacționarea din cauza nerespectării regulilor lor, celelalte locuri de tranzacționare se conformează respectivei decizii dacă autoritățile lor competente decid acest lucru, cu excepția cazului în care continuarea tranzacționării poate fi justificată de circumstanțe excepționale. În plus, este necesară îmbunătățirea și aducerea într-un cadru formal a schimbului de informații și a cooperării între autoritățile competente în ceea ce privește suspendarea și retragerea unor instrumente financiare de la tranzacționare într-un loc de tranzacționare. Aceste măsuri ar trebui să se aplice astfel încât să împiedice locurile de tranzacționare să utilizeze în scopuri comerciale informațiile transmise în contextul suspendării sau retragerii unui instrument financiar de la tranzacționare.

Comisia trebuie să fie împuternicită, de asemenea, să adopte standarde tehnice de punere în aplicare prin intermediul actelor de punere în aplicare, în conformitate cu art. 291 din TFUE și cu art. 15 din Regulamentul (UE) nr. 1095/2010. ESMA a primit sarcina de a elabora și de a înainta Comisiei standarde tehnice de punere în aplicare privind procedurile de aprobare și de respingere a cererilor de autorizare ale firmelor de investiții, achiziția de participații calificate, procesul de

tranzacționare și finalizarea tranzacțiilor în MTF-uri și OTF-uri, suspendarea și retragerea instrumentelor de la tranzacționare, libertatea de a furniza servicii și de a desfășura activități de investiții, înființarea unei sucursale, furnizarea de servicii de către societățile din țări terțe, raportarea pozițiilor pe categorii de deținători de poziții, procedurile de aprobare și de respingere a cererilor de autorizare, procedurile și formularele pentru transmiterea informațiilor referitoare la publicarea deciziilor, obligația de cooperare, cooperarea între autoritățile competente, schimbul de informații și privind consultarea înainte de autorizarea unei firme de investiții.

Modificările sunt în prezent stabilite pentru a intra în vigoare de la data de 3 ianuarie 2018, noua legislație fiind cunoscută sub numele de MiFID II - aceasta include o MiFID revizuită și un nou Regulament privind piețele instrumentelor financiare (MiFIR).

REGLEMENTĂRI NAȚIONALE ÎN STATE MEMBRE ALE UNIUNII EUROPENE

AUSTRIA

Legea privind piața de capital²⁵ reglementează serviciile de investiții, activitatea societăților care își desfășoară activitatea în domeniu și securitatea investitorilor.

Principalul organism de reglementare este Autoritatea pentru piața financiară (Finanzmarktaufsicht) (FMA), care este autoritatea competentă în domeniu²⁶.

Documentele principale necesare într-o ofertă de titluri sunt:

- scrisoare de angajament între emitent și conducere;
- orientări privind cercetarea și publicitatea;
- prospectul;
- contractul de subscriere între emitent, orice vânzător și subscritor;
- documente privind creșterea capitalului în cazul unei oferte de subscripție;
- formulare de subscriere;
- înscrierea în registrul comercial austriac;
- cerere de listare.

Prospectul de bază pentru vânzarea instrumentelor de piață trebuie întocmit conform dispozițiilor Regulamentului (CE) nr. 809/2004.

Informațiile de bază, structurate în mod corespunzător, care urmează să fie puse la dispoziția publicului trebuie să conțină următoarele aspecte:

a) o scurtă descriere a riscurilor și a caracteristicilor esențiale care se pot aplica emitentului și garantului, inclusiv în ceea ce privește activele, pasivele și situația financiară;

b) o scurtă descriere a riscurilor legate de investiția în valori mobiliare, caracteristicile esențiale ale investiției, inclusiv orice drepturi aferente valorilor mobiliare;

c) termenii generali ai ofertei, inclusiv o evaluare a costurilor pe care emitentul sau ofertantul le va factura investitorului;

d) detalii privind admiterea la tranzacționare;

²⁵ <https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/legal/capital-market-act.pdf>

²⁶ http://www.bindergroesswang.at/fileadmin/Inhalte/Publikationen/Fachbeitrag/2012/2012-04_PLG_Guide_Capital_Markets_Austria.pdf

e) motivele pentru oferirea titlurilor financiare respective.

Obligația de a publica un prospect nu se aplică titlurilor de valoare emise de Guvernul federal, guvernele locale ale Austriei sau Oesterreichische Nationalbank, precum și titlurilor garantate irevocabil și necondiționat emise de guvernul federal austriac sau de către guvernele locale. De asemenea, sunt exceptate titlurile de valoare nemonetare emise de un stat membru al SEE, de către autoritățile regionale sau locale sau băncile centrale din statul membru respectiv.

Publicitatea trebuie să indice faptul că un prospect include informații complete, a fost publicat sau va fi publicat și trebuie să precizeze unde este disponibil pentru investitori. Validitatea unui prospect este de 12 luni.

Reclamele trebuie să fie clar recunoscute ca atare. Publicitatea nu trebuie să fie inexactă sau înșelătoare. Informațiile trebuie să fie în concordanță cu cele conținute în prospect.

Nu se solicită un prospect în conformitate cu legea federală, informațiilor furnizate de către emitent sau ofertant adresate investitorilor calificați sau unor categorii speciale de investitori.

FMA are competența de a exercita controlul asupra conformității activității de publicitate.

De asemenea, FMA are autoritatea de a:

1. cere emitenților, ofertanților sau persoanelor care solicită admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată să includă în prospect informații suplimentare, dacă este necesar pentru protecția investitorilor;

2. cere emitenților, ofertanților sau persoanelor care solicită admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată, precum și persoanelor care le controlează, să furnizeze informații și documente relevante;

3. cere auditorilor și structurii de conducere a emitentului, ofertantului sau persoanei care solicită admiterea la tranzacționare, să furnizeze informații despre ofertă;

4. suspenda o ofertă publică sau o admitere la tranzacționare pentru maximum zece zile lucrătoare bancare consecutive, dacă are motive întemeiate să suspecteze o încălcare a dispozițiilor legale;

5. interzice sau suspenda anunțurile pentru aceeași perioadă;

6. interzice o ofertă publică dacă constată că prevederile legii federale au fost încălcate sau dacă are motive întemeiate să suspecteze că acestea pot fi încălcate;

7. suspenda sau cere piețelor reglementate relevante să suspende tranzacționarea pe o piață reglementată pentru maxim zece zile lucrătoare bancare consecutive, în orice moment, dacă există motive rezonabile să se creadă că prevederile legii federale sau ale Legii privind Bursa de valori au fost încălcate;

8. face public faptul că un emitent nu își respectă obligațiile legale.

Pentru desfășurarea unei activități de tranzacționare de titluri, trebuie avute în vedere următoarele aspecte:

- condițiile de investiție, în special, orice drepturi legate de investiție;
- agentul de înregistrare, depozitar și agentul plătitor;
- verificarea tuturor drepturilor de proprietate emise până în prezent;
- statutul juridic al investiției (acțiuni, drepturile creditorilor sau forme mixte), suma totală, denumirea, precum și scopul ofertei;
- tipul fondului de investiții (tip deschis sau închis);
- terțe părți care garantează investiția;
- persoanele care au subscris ferm oferta sau au rolul de garant pentru aceasta;

- impozitele percepute asupra veniturilor obținute din investiție (de exemplu, impozitul pe randamentul capitalului, taxe străine reținute la sursă);
- perioada de subscripție;
- restricții privind vânzarea investiției oferite și denumirea pieței pe care aceasta poate fi tranzacționată;
- informații privind orice garanții sau datorii;
- dispoziții privind distribuirea și utilizarea profitului net/excedentului net pentru anul în curs;
- descrierea prețului de achiziție al investiției, inclusiv toate taxele suplimentare;
- tipul și domeniul garanției pentru o investiție înregistrată într-un registru public;
- descrierea posibilităților și a costurilor vânzării ulterioare a investiției;
- dispoziții privind decontarea și poziția investitorilor în caz de insolvabilitate;
- codul de identificare a titlului (dacă este disponibil);
- cheltuieli de distribuție, administrare și gestionare listate după valoarea și metoda facturării.

BELGIA

Cadrul legal belgian în domeniu cuprinde²⁷:

- Legile din 30 iulie 2013 și 31 iulie 2013 privind consolidarea:
 - (i) protecției clienților care utilizează produse și servicii financiare;
 - (ii) competențelor Autorității pentru Servicii Financiare și Piețe (FSMA).
- Legea din 17 iulie 2013 de implementare a Directivei nr. 2010/73/UE de modificare a Directivei privind prospectul și transparența nr. 2010/78/UE;

Legea privind protecția clienților din domeniul financiar a introdus mai multe prevederi ale Directivei 2010/78/EU cu privire la mecanismele de colaborare ad-hoc ale autorităților europene: Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe (AEVMP), Autoritatea bancară europeană (EBA) și Autoritatea europeană pentru asigurări și pensii ocupaționale (AEAPO).

FSMA a fost, de asemenea, desemnată ca autoritate competentă pentru supravegherea agențiilor de rating (în conformitate cu prevederile Regulamentului UE nr. 1060/2009).

Societățile de asigurări, intermediarii în asigurări și intermediarii în servicii bancare și de investiții trebuie să respecte normele privind desfășurarea activității începând cu data de 1 ianuarie 2014. Aceste reguli sunt foarte asemănătoare cu regulile MiFID. Această abordare consecventă față de reguli, indiferent de canalul de distribuție sau natura produsului sau a serviciilor care sunt oferite, urmărește nu numai să îmbunătățească protecția consumatorilor financiari, ci și să creeze condiții de concurență echitabile în ceea ce privește distribuția produselor financiare.

Ca regulă generală, companiile de asigurări, intermediarii în asigurări și intermediarii în servicii bancare și de investiții trebuie să-și îndeplinească o obligație de loialitate: trebuie să acționeze în mod onest, corect și profesionist, în conformitate cu interesele clienților săi. Informațiile furnizate clienților și potențialilor clienți trebuie să fie corecte, clare și să nu inducă în eroare. Pentru aceasta, întregul personal care intră în contact cu publicul trebuie să aibă cunoștințe de bază despre

²⁷ <http://www.stibbe.com/en/news/2013/october/belgium-updates-its-legislation-on-collective-investment-schemes>

produsele financiare oferite și trebuie să fie în măsură să explice caracteristicile esențiale ale produselor clienților și potențialilor clienți. În acest sens, se urmărește introducerea prin Decret-Regal a mai multor norme specifice privind conduita profesională și privind conflictul de interese.

Companiile de asigurări, intermediarii în asigurări și brokerii din domeniul serviciilor bancare și de investiții trebuie, de asemenea, să respecte normele de conduită specială referitoare la stimulente și evaluare. Legea privind protecția consumatorilor prevede sancțiuni administrative sub formă de amenzi de până la 75.000 euro pentru intermediarii de asigurări și intermediari în servicii bancare și de investiții și de până la 2,5 milioane euro pentru societățile de asigurare și reasigurare și alte entități reglementate.

Legea privind protecția consumatorilor financiari urmărește să reglementeze abuzurile de pe piață și să sporească transparența acesteia, pe lângă punerea în aplicare a Regulamentului UE nr. 236/2012 privind vânzarea în lipsă și contractele de risc swap, un tip de contracte derivate.

În cazul în care există circumstanțe excepționale de piață, care amenință sau riscă să amenințe funcționarea unei piețe reglementate belgiene, precum și a unuia dintre instrumentele financiare tranzacționate sau pe emitentul acestora, FSMA poate impune măsuri temporare asupra negocierii instrumentelor financiare. Pentru aceasta FSMA trebuie să obțină recomandări de la Banca Națională a Belgiei. Măsurile nu pot depăși o lună (care poate fi prelungită până la o perioadă maximă de trei luni).

Competențele FSMA au fost în mod semnificativ extinse (de exemplu, pot lua măsuri mai stricte de executare dacă produsele și serviciile financiare sunt oferite de persoane care nu au obținut licența necesară²⁸:

I. oferă un cadru legal pentru "cumpărăturile misterioase", adică o tehnică în care o autoritate de reglementare comercializează produse și servicii financiare fără a-și dezvălui identitatea în calitate de supraveghetor, inclusiv o enumerare exhaustivă a dispozițiilor pentru care este permisă acest tip de tranzacție;

II. reglementează accesul la supravegherea părților non-publice ale site-urilor web care oferă produse și/sau servicii financiare, fără a avea acces la informații individuale despre clienți;

III. permite FSMA să adune informații din partea mediatorilor externi cu privire la cele mai frecvente plângeri ale consumatorilor.

Legea privind protecția consumatorilor împuternicește FSMA să interzică sau să introducă condiții pentru oferirea de produse financiare sau anumite categorii de produse financiare clienților neprofesionali, să sporească transparența pieței, printre altele prin introducerea etichetelor produselor, să recomande modele de chestionare pentru a determina profilurile investitorilor și să introducă reguli de conduită în ceea ce privește conturile de economii. De asemenea, prin Decret Regal se pot introduce norme privind publicitatea și alte documente care sunt furnizate în contextul ofertei de conturi de economii.

Legea privind protecția consumatorilor nu numai că prevede dispoziții pentru consolidarea aplicării legii de către entitățile publice, ci include și măsuri referitoare la aplicarea ei de către persoanele private. În ceea ce privește încălcările normelor privind conduita profesională, investitorii beneficiază de o nouă prezumție *iuris tantum* în ceea ce privește legătura de cauzalitate dintre încălcarea regulii comportamentului de afaceri, pe de o parte, și decizia de investiție a consumatorului

²⁸ <http://www.fsma.be/en/About%20FSMA/wg/wetteksten/wetgeving.aspx>

financiar, de cealaltă parte. Această prezumție se aplică indiferent de orice exonerare contractuală. Legea privind protecția consumatorilor financiară stipulează, în final, că anumite tranzacții care încalcă reglementările financiare sunt nule *ipso jure*.

Legea din 17 iulie 2013 de implementare a Directivei 2010/73/UE, de modificare a Directivei privind prospectul și transparența extinde regimul tranzacțiilor armonizate la care se aplică așa-numitul pașaport european. Aceasta se extinde la oferta de instrumente de investiții în UCI închise, în cazul în care valoarea totală a ofertei în SEE este mai mică de 5 milioane euro, calculată pe o perioadă de 12 luni. Cu toate acestea, legea prevede în continuare publicarea unui prospect aprobat de FSMA pentru ofertele sub pragul menționat mai sus, în cazul în care valoarea totală a ofertei este mai mare de 100.000 euro (adică tranzacțiile nearmonizate).

În plus, legea modifică anumite praguri ale ofertei astfel încât aceste titluri de instrumente de investiții în UCI închise să nu mai poată fi calificate drept oferte publice:

- oferte adresate unui număr mai mic de 150 de persoane, altele decât investitorii calificați;
- instrumente de investiții în OPC-uri închise cu o valoare totală pe investitor și pe ofertă, care depășește 100.000 euro, calculate pe o perioadă de 12 luni;

Definiția sintagmei de "investitor calificat" a fost modificată și este în prezent aliniată cu definițiile termenilor "clienți profesioniști" și "contrapartide eligibile" în temeiul MiFID.

Instrumentele financiare inițiate de către clienți trebuie să respecte art. 21-26 din Regulamentul financiar BEOP.

În timpul subscrierii sau cumpărării de instrumente financiare, clientul trebuie să furnizeze o sumă suficientă pentru a acoperi executarea ordinului său. Dacă titularul contului care urmează să fie debitat nu acționează în calitate comercială sau profesională atunci când ordinul este acceptat, soldul disponibil (dacă este cazul, plus orice facilitare de overdraft) va fi redus cu valoarea orientativă a ordinului (excluzând onorariile și taxele), până când comanda a fost executată, anulată sau expiră.

Când un client dă o comandă de răscumpărare sau de vânzare de instrumente financiare, acesta trebuie să se asigure că are valorile mobiliare necesare pentru operațiunea financiară respectivă. Vânzarea în lipsă este interzisă²⁹.

Revizuirea regimului privind abuzul de piață vizează:

- extinderea interdicției de manipulare a pieței în legătură cu instrumentele derivate, instrumente financiare care nu sunt enumerate și a căror valoare depinde de cea a produselor listate;
- extinderea interdicțiilor de manipulare a pieței și a tranzacțiilor cu contracte swap;
- crearea unei noi interdicții privind abuzul de piață în raport cu criteriile de referință, (cum ar fi Euribor).

BULGARIA

Misiunea principală a Comisiei de supraveghere financiară este aceea de a gestiona prin mijloace legale, administrative și informaționale menținerea stabilității

²⁹ <https://www.ing.be/static/legacy/SiteCollectionDocuments/SrtfiNewEN.pdf>

și transparenței în sectorul financiar nebancaar și pentru a asigura protecția consumatorilor de servicii și produse financiare³⁰.

Legea privind instrumentele financiare de piață³¹ reglementează tranzacționarea următoarelor instrumente:

1. titluri de valoare
2. alte instrumente decât titlurile de valoare:
 - a) instrumente monetare de piață;
 - b) unități ale organismelor de plasament colectiv;
 - c) opțiuni, contracte futures, swap, contracte forward rate și alte contracte derivate de valori mobiliare, valute, rate ale dobânzii, randamente, indici sau indicatori financiari, care pot fi decontate fizic sau în numerar;
 - d) opțiuni, contracte futures, swap, contracte forward rate și alte contracte derivate de mărfuri, care pot să fie decontate în numerar;
 - e) opțiuni, contracte futures, swap-uri și alte contracte derivate pe mărfuri, care pot fi tranzacționate pe o piață reglementată și/sau într-un un Sistem Multilateral de Tranzacționare (MTF);
 - f) opțiuni, contracte futures, swap-uri, forward-uri și alte contracte derivate pe mărfuri, altele decât cele prezentate la litera e), care pot fi decontate fizic și nu sunt utilizate în scopuri comerciale și care, conform normelor europene au caracteristicile altor instrumente financiare derivate;
 - g) instrumente financiare derivate pentru transferul de risc de credit;
 - h) contracte pentru diferențe (CFD);
 - i) opțiuni, contracte futures, swap-uri, contracte forward rate și orice alte contracte derivate referitoare la variabilele climatice, ratele de transport, cotele de emisii sau ratele de inflație sau alți indicatori statistici, care pot să fie decontați în numerar.

Un intermediar în domeniul investițiilor financiare trebuie să fie autorizat de către Comisia de supraveghere și să funcționeze conform prevederilor legale, să dispună de personal calificat și de dotare tehnică, pentru îndeplinirea sarcinilor specifice:

- aranjamente adecvate pentru realizarea serviciilor și activităților de investiții în mod regulat, în conformitate cu cerințele legale;
- aranjamente adecvate pentru evitarea și constatarea conflictelor de interese;
- tratamentul echitabil al clienților, oferirea de informații utile și prevenirea producerii de daune clientului;
- modalitățile adecvate de respectare a normelor existente privind tranzacțiile cu caracter personal;
- aranjamente adecvate pentru păstrarea tuturor informațiilor despre serviciile și activitățile executate conform legii;
- aranjamente adecvate în cazurile în care intermediarul deține instrumentele financiare ale clientului și numerar;
- aranjamente adecvate care să asigure execuția promptă și corectă a ordinelor clientului;
- aranjamente adecvate care să prevadă păstrarea interesului clientului în cazurile de consolidare a comenzilor;
- aplicarea de reguli eficiente pentru evaluarea și gestionarea riscurilor, pentru păstrarea contabilității și a înregistrărilor privind operațiunile înregistrate;

³⁰ <http://www.fsc.bg/en/>

³¹ <http://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/bulgarfi.pdf>

- reguli eficiente de limitare a riscului în cazul alocării unor operațiuni importante.

Intermediarul de investiții va efectua serviciile și activitățile prevăzute de lege pentru contul clientului pe baza unui contract scris. Intermediarul trebuie să acționeze în mod onest, corect și profesional, cu diligența necesară și în conformitate cu interesul superior al clienților săi, trebuind să-i informeze despre riscurile asociate tranzacțiilor cu instrumente financiare.

Intermediarul de investiții își informează clienții cu privire la sistemul existent pentru compensarea investitorilor în instrumente financiare, inclusiv în ceea ce privește domeniul său de aplicare și în ceea ce privește suma garantată vizând activele clientului.

Informațiile pe care le furnizează intermediarul de investiții clienților săi, precum și potențialilor clienți, inclusiv în ceea ce privește materialele publicitare, trebuie să fie de înțeles, corecte și clare și să nu fie derutante. Materialele publicitare ale intermediarului de investiții trebuie să fie clar indicate ca atare.

Intermediarul trebuie să furnizeze în mod corespunzător și în conformitate cu prevederile legale următoarele informații către clienții săi sau potențiali clienți:

1. date despre intermediarul de investiții și despre serviciile oferite de acesta, inclusiv dacă desfășoară activități sau încheie tranzacții cu instrumente financiare;
2. instrumentele financiare și strategiile specifice, sub rezerva ofertei investiției propuse;
3. avertizarea cu privire la riscurile asociate investițiilor în instrumentele de la punctul 2 sau în legătură cu strategiile specifice de investiții;
4. locurile de desfășurare a tranzacțiilor;
5. tipurile de cheltuieli pentru client și valoarea acestora;
6. alte circumstanțe, prevăzute prin lege.

Informațiile prevăzute la alin. (5) se furnizează clientului într-o manieră care trebuie să îi permită acestuia să înțeleagă natura și riscurile serviciului de investiții și oferta financiară specifică instrumentului ales, asigurând luarea ulterioară a unei decizii corecte. Aceste informații sunt furnizate într-o formă standardizată.

La efectuarea serviciilor și activităților prevăzute, intermediarul trebuie să ia toate măsurile necesare pentru a identifica eventualele conflicte de interese între:

- intermediarul de investiții, persoanele care lucrează în baza unui contract pentru aceasta și persoanele însărcinate cu activitatea de control, pe de o parte, și clienții săi, pe de altă parte;
- clienții individuali.

În cazul în care, deși sunt aplicate regulilor prevăzute de lege, continuă să existe un risc pentru client, intermediarul de investiții nu poate desfășura activități pentru acesta dacă nu l-a informat cu privire la natura generală și/sau potențialele conflicte de interese.

Un intermediar de investiții înscrie într-un registru special ordinea de primire a tuturor ordinelor clienților săi. Acesta trebuie ținut pe suport de hârtie și electronic³².

CEHIA

Cadrul legal al pieței de profil cuprinde

- Legea nr. 591/1991 privind titlurile de valoare;

³² http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_law/laws_marketsfinancinstr_en.pdf

- Legea nr. 256/2004 privind întreprinderile de pe piața de capital,
- Regulamentul de reglementare a instrumentelor financiare, nr. 1287/2006³³.

Legea privind titlurile de valoare se aplică acțiunilor, certificatelor de acțiuni, certificatelor de subscriere, certificatelor de participare la fonduri de investiții colective, obligațiunilor, cupoanelor de investiții, garanțiilor de opțiune, cambiilor, cecurilor, certificatelor de depozit, certificatelor de depozitare a produselor agricole, etc. Legea se aplică și titlurilor străine, valorile mobiliare din străinătate³⁴.

A doua lege se aplică instrumentelor de investiții, care sunt:

- acțiuni sau titluri similare reprezentând o participație la o societate, care pot fi tranzacționate pe piața de capital;
- obligațiuni sau valori mobiliare similare care reprezintă un drept de a primi rambursarea unui credit sau alte sume restante, care pot fi tranzacționate pe piața de capital;
- titluri emise de un fond de investiții colective;
- instrumentele care sunt de obicei tranzacționate pe piața monetară;
- instrumente derivate.

Legile menționate sunt corelate cu directivele europene în materie.

Potrivit legii³⁵, serviciile de investiții de bază sunt următoarele:

- a) primirea și transmiterea ordinelor referitoare la instrumentele de investiții;
- b) executarea instrucțiunilor referitoare la instrumentele de investiții în contul clientului;
- c) instrumentele de investiții de tranzacționare pe cont propriu,
- d) administrarea proprietății clientului în cazul în care face parte dintr-un instrument de investiții, prin acord contractual;
- e) consultanță de investiții cu privire la instrumentele de investiții;
- f) sistemul tranzacțional multilateral;
- g) subscrierea sau plasamentul de instrumente de investiții, pe baza unui angajament ferm;
- h) introducerea de instrumente de investiții fără subscriere.

Serviciile de investiții tehnologice de sistem sunt:

- a) păstrarea în siguranță și administrarea instrumentelor de investiții, inclusiv serviciile conexe;
- b) acordarea de credite sau împrumuturi în scopul tranzacționării instrumentelor de investiții;
- c) consiliere cu privire la structura capitalului, strategia industrială și aspectele conexe, precum și consultanță și servicii privind fuziunile și achizițiile unităților de afaceri;
- d) furnizarea de recomandări de investiții și analize de oportunități de investiții sau recomandări generale similare legate de tranzacționarea instrumentelor de investiții;
- e) tranzacțiile în valută legate de furnizarea de servicii de investiții;
- f) serviciile legate de subscriere sau plasarea instrumentelor de investiții.

³³

http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna_obchodnici_s_cp_inv_zprostredkovatele/pravni_predpisy.html

³⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/comparative_survey_en.pdf

³⁵ <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=57888&nr=256~2F2004&rpp=15#local-content>

Banca Națională a Cehiei reglementează cerințele prudențiale pentru instituțiile de credit și firmele de investiții:

a) modul în care se respectă regulile de activitate pentru furnizarea de servicii de investiții;

b) cerințele pentru acordarea de acreditări și desfășurarea activităților societății de investiții prin alte persoane, pentru a asigura:

1. responsabilizarea continuă a societății de investiții pentru îndeplinirea obligațiilor sale în ceea ce privește clienții;

2. păstrarea responsabilităților întreprinderii de investiții pentru furnizarea de servicii de investiții profesionale;

3. posibilitatea de a exista un control eficient al Băncii Naționale a Cehiei;

c) cerințele pentru a asigura protecția activelor clienților:

- normele de stocare a activelor clienților;

- normele de utilizare a instrumentelor de investiții ale clientului;

- cerințele privind politicile contabile referitoare la activele clienților;

4. normele de înregistrare a activelor clienților;

d) domeniul de aplicare, autoritatea, componența și funcționarea organelor și comitetelor societății de investiții, precum și cerințele legale pentru membrii acestor structuri.

Obligațiile generale în relațiile cu clienții vizează următoarele aspecte:

- întreprinderea de investiții trebuie să acționeze competent, onest, corect și în interesul clienților;

- la încheierea tranzacțiilor între participanții la o piață reglementată europeană sau facilitatea de tranzacționare multilaterală operată de o persoană care are domiciliul într-un stat membru al Uniunii Europene, trebuie să se aplice același principiu de mai sus;

- atunci când furnizează servicii de investiții, o întreprindere acceptă, oferă sau acordă un stimulent, o recompensă sau o prestație nemonetară, acest lucru netrebuind să conducă la o încălcare a obligațiilor prevăzute de lege;

- regulamentul de punere în aplicare a activității societății de investiții stabilește cerințele privind caracterul stimulentei admise.

- comunicarea cu clienții, inclusiv întâlnirile personale sau mesajele promoționale privind serviciile de investiții sau instrumentele de investiții, nu poate conține informații vagi, false sau înșelătoare. În cazul mesajelor promoționale, comerciantul de valori mobiliare se asigură, de asemenea, că informațiile oferite respectă toate cerințele legale.

Atunci când comunicarea se face cu un client care nu este profesionist, firma de investiții este obligată să se asigure în mod continuu, astfel încât:

a) conținutul comunicării să prezinte o informație clară despre societatea de investiții;

b) conținutul comunicării să fie obiectiv, să poată conduce la obținerea unor beneficii sau la creșterea randamentului acțiunilor desfășurate, conținând informații privind riscurile materiale ce pot apare;

c) conținutul comunicării să nu fie ascuns și să conțină informații sau avertismente importante.

Regulamentul de punere în aplicare stabilește conținutul și metoda de administrare a informațiilor către un client care nu este client profesionist, în cazul în care se referă la:

- compararea serviciilor de investiții, a instrumentelor de investiții sau a persoanelor care furnizează servicii de investiții;

- date privind facilitatea pentru investiții, un indice financiar sau servicii de investiții realizate în trecut;
- randamentul estimat sau prognozat al unui instrument de investiții sau al unui indice financiar derivat pe baza datelor istorice;
- informații privind veniturile viitoare preconizate;
- beneficiile fiscale legate de furnizarea de servicii de investiții sau de instrumente de investiții;
- informații privind Banca Națională a Cehiei, un alt supraveghetor național sau extern sau părți ale acestora.

DANEMARCA

Legea privind instrumentele financiare a fost adoptată conform directivelor europene în domeniu³⁶. Autoritatea daneză de supraveghere financiară (FSA) are competențe în reglementarea instrumentelor financiare care nu sunt acoperite de legea-cadru.

Condițiile necesare pentru licențierea firmelor care doresc să desfășoare activități în domeniul instrumentelor financiare vizează:

- activitățile pot fi efectuate de o societate cu răspundere limitată înregistrată la Agenția de Comerț și Companii;
- societatea trebuie să aibă un capital social de minimum 8 milioane DKK în ceea ce privește operatorii de pe piețele reglementate și cel puțin 40 de milioane DKK în ceea ce privește centrele de compensare și de depozitare de valori mobiliare;
- societatea a prezentat informațiile necesare, inclusiv un plan de funcționare, planuri organizatorice, proceduri și măsuri de control și de protecție;
- membrii consiliului de administrație îndeplinesc cerințele legale pentru ocuparea acestor funcții.

Pentru desfășurarea activităților specifice, un operator este obligat:

- 1) să identifice și să gestioneze orice conflict de interese între operator și grupul de proprietari din consiliul de administrație;
- 2) să gestioneze riscurile la care operatorul este expus pe piața reglementată și să aplice măsurile necesare pentru reducerea acestor riscuri;
- 3) să asigure o bună gestionare a funcției tehnice a sistemelor pieței, inclusiv prin crearea unor sisteme eficiente în caz de urgență;
- 4) să aibă reglementări care să asigure o tranzacționare onestă și corectă și să includă criterii obiective pentru executarea efectivă a ordinelor clienților;
- 5) să asigure executarea efectivă și în timp util a tranzacțiilor efectuate în piața reglementată;
- 6) să aibă la dispoziție suficiente resurse financiare pentru a asigura funcțiile pieței, luând în considerare tranzacțiile efectuate pe piață și riscurile la care este expusă piața;
- 7) să verifice dacă emitenții de valori mobiliare și membrii pieței respectă reglementările acesteia;
- 8) să înregistreze tranzacțiile efectuate de membrii pieței prin utilizarea instrumentelor existente;
- 9) să verifice dacă valorile mobiliare admise la tranzacționare pe piața reglementată sunt conforme informațiile prezentate de emitent;

³⁶ https://finansstilsynet.dk/upload/Finansstilsynet/Mediafiles/newdoc/Acts/CAct214_020408_new.pdf

- 10) să faciliteze accesul membrilor de piață la informațiile prezentate;
- 11) să verifice regulat dacă valorile admise la tranzacționare respectă cerințele legale.

Prospectul trebuie să includă informațiile considerate necesare pentru investitori, pentru a putea conduce la o estimare bine fundamentată a activelor și pasivelor financiare, a poziției, a rezultatelor și perspectivelor viitoare, precum și ale oricărui garant, a drepturilor conexe atașate titlurilor de valoare oferite publicului sau admise la tranzacționare.

FSA poate reglementa conținutul prospectului, formatul, limba, publicitatea și durata valabilității acestuia. În plus, FSA poate decide modul de aprobare a acestuia în cazul în care titlurile sunt solicitate pentru tranzacționare pe mai multe piețe reglementate, fie în Danemarca, fie pe piețele reglementate dintr-o altă țară din cadrul Uniunii Europene sau a SEE.

Un operator al unei piețe reglementate stabilește norme clare și transparente care reglementează admiterea valorilor mobiliare la tranzacționare pe piață. Acesta trebuie să se asigure că valorile mobiliare admise sunt tranzacționate într-un mod onest, adecvat și eficient, fiind liber negociate. În ceea ce privește instrumentele financiare derivate, reglementările trebuie să garanteze, în special, că toate contractele derivate sunt întocmite într-o manieră care asigură o formare corectă a prețurilor și dispun de condiții de decontare eficiente.

Un emitent de valori mobiliare admise la tranzacționare pe o piață reglementată din Danemarca sau dintr-o altă țară din cadrul Uniunii Europene sau într-o țară cu care Comunitatea a încheiat un acord privind titlurile financiare trebuie să prezinte cât mai curând posibil informațiile publice privilegiate, dacă aceste informații se referă direct la activitățile desfășurate de emitentul respectiv.

Emitentul trebuie să se asigure că prezentarea publică a informațiilor privilegiate se efectuează într-un mod care oferă publicului acces rapid la datele menționate, iar informațiile prezentate sunt suficiente pentru o evaluare completă, corectă și la timp a emitentului. Acesta nu poate comunica informațiile într-un mod care ar putea induce în eroare cumpărătorul, combinând activitățile specifice tranzacțiilor cu activitățile de marketing.

Un emitent trebuie, pe cât posibil, să se asigure că prezentarea publică este efectuată simultan tuturor categoriilor de investitori din toate țările din cadrul Uniunii Europene sau țările cu care Comunitatea a încheiat un acord privind titlurile financiare.

Interesele legitime ale publicului pot viza negocierile în curs sau elementele conexe. În cazul în care rezultatul negocierilor ar putea fi afectate de informațiile publice sau stabilitatea financiară a emitentului se află în pericol grav și iminent, divulgarea publică a informațiilor privilegiate pot fi amânate numai pentru o perioadă limitată și numai dacă prezentarea acestora ar periclita în mod serios interesele acționarilor existenți sau potențiali.

O societate care operează o facilitate de tranzacționare multilaterală trebuie să:

- 1) dispună de reglementări care asigură o tranzacționare echitabilă și corectă, care să includă criterii obiective pentru executarea efectivă a ordinelor;
- 2) dispună de reglementări care stabilesc criteriile pentru determinarea valorilor mobiliare care pot fi tranzacționate prin intermediul sistemelor de tranzacționare;
- 3) se asigure că utilizatorii au acces la suficiente informații accesibile publicului pentru a face o evaluare a investiției;

- 4) dispună de reglementări care stabilesc criterii obiective care respectă cerințele Directivelor europene privind accesul la facilitatea de tranzacționare;
- 5) informeze utilizatorii cu privire la responsabilitatea lor față de soluționarea tranzacțiilor efectuate și să asigure o soluționare eficientă a acestor tranzacții;
- 6) monitorizeze faptul că utilizatorii facilității de tranzacționare respectă reglementările aplicabile;
- 7) înregistreze tranzacțiile efectuate de utilizatori, pentru a depista eventualele tentative de fraude și de încălcări ale legislației.

FINLANDA

Legea privind tranzacționarea instrumentelor financiare³⁷ a fost adoptată după implementarea cadrului european de reglementare a acestor servicii.

Condițiile legale care reglementează acordarea autorizației de funcționare unei firme implicate în activități de acest gen, de către Ministerul de Finanțe, vizează următoarele aspecte:

- 1) solicitantul și produsele îndeplinesc cerințele legale, iar activitățile desfășurate se încadrează în cadrul legal adoptat;
- 2) proprietarii societății respective respectă cerințele legale;
- 3) proprietarii societății respective sau alte persoane care dețin cel puțin 10% din capitalul societății nu compromit prin acțiunile lor activitatea bursei de valori sau a altor structuri.

Tranzacțiile financiare trebuie să fie organizate ținând cont de natura și amploarea afacerii. Schimburile trebuie să țină cont de riscurile asociate operațiunilor desfășurate, să aibă în vedere existența unui control intern eficient și continuitatea operațiunilor în toate situațiile.

Piața are o politică de identificare a conflictelor de interese legate de operațiunile de schimb și de prevenire a acestora.

Schimburile trebuie să aibă la bază cererea emitentului de tranzacționare a titlurilor financiare, urmărindu-se formarea de prețuri fiabile.

Tranzacționarea pe o piață reglementată se poate realiza și fără acordul emitentului, dacă sunt îndeplinite cerințele legale și dacă aceleași valori mobiliare au fost deja admise la tranzacționare pe o altă piață reglementată. Un astfel de emitent nu poate impune obligații de divulgare a informațiilor privind regulile bursiere. Bursa de valori trebuie să notifice emitentul valorilor mobiliare pentru admiterea la tranzacționare, înainte de începerea tranzacționării.

Schimburile pot fi efectuate pe piața reglementată și în ceea ce privește contractele derivate.

Autoritatea de Supraveghere Financiară poate ordona ca admiterea tranzacționării instrumentelor financiare pe o piață reglementată să fie amânată cel mult zece zile bancare consecutive. Moratoriul poate fi impus în cazul în care Autoritatea de Supraveghere Financiară are motive întemeiate să suspecteze că instrumentul financiar care se tranzacționează, solicitarea sau persoana responsabilă de tranzacție sunt în contradicție cu prevederile legale.

³⁷ <http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120748>

FRANȚA

Potrivit prevederilor Codului monetar și financiar, instrumentele financiare cuprind titlurile financiare și contractele financiare.

Titlurile financiare includ:

- titluri ale acțiunilor emise de societățile de profil;
- titluri de creanță, cu excepția cambiilor și a titlurilor de valoare purtătoare de dobândă;
- unități sau acțiuni ale organismelor de plasament colectiv.

Contractele financiare de tip "financial futures" sunt stabilite prin decret.

Titluri financiare, care includ valori mobiliare, astfel cum sunt definite la art. L. 228-1 din Codul monetar și financiar, pot fi emise numai de către stat, o entitate juridică, un fond comun sau un trust de investiții imobiliare.

Cu excepția acțiunilor imobiliare emise de societățile de investiții de profil, precum și de acțiunile deținute în societățile de investiții forestiere, titlurile financiare sunt negociabile.

Titlurile financiare se transmit prin transfer de carte, ceea ce reprezintă transferul de fonduri de la un cont de depozit la altul la aceeași instituție financiară. Transferul de cărți este o modalitate de a elimina plățile lichide cu cecuri.

Nicio persoană nu poate pretinde, din orice motiv, oferirea de garanții financiare din partea unui proprietar de acțiuni dobândite cu bună-credință și care sunt înregistrate.

Transferul titlurilor financiare și a celor de valori mobiliare se poate realiza cu condiția admisibilității, în condițiile definite de Regulamentul general al Autorității Pieței Financiare (AMF)³⁸.

Toate persoanele menționate la articolul L. 621-7 din Codul monetar și financiar care inițiază o tranzacție au dreptul să solicite în scris o hotărâre a AMF³⁹. Solicitarea se face de către o persoană parte la tranzacție, prin scrisoare recomandată, cu confirmare de primire. În cerere sunt menționate aspectele relevante ale tranzacției planificate. Cererea este însoțită de un document separat prin care se indică numele persoanelor vizate de tranzacție și, dacă este cazul, orice alte elemente necesare pentru evaluarea AMF, care trebuie să asigure confidențialitatea acestor documente. AMF va respinge fără examinare orice solicitare care nu îndeplinește condițiile stabilite prin Regulament.

Hotărârea și cererea sunt publicate integral în următoarea ediție a analizelor lunare ale AMF și pe site-ul web.

În conformitate cu prevederile art. L.621-18-1 din Codul monetar și financiar, AMF poate să certifice acordurile standard pentru tranzacții ale instrumentelor financiare, la cererea motivată a unuia sau mai multor furnizori de servicii de investiții sau a unei asociații comerciale de investiții, prestatoare de servicii.

Persoanele sau entitățile care fac o ofertă publică de valori mobiliare, în sensul art. L. 411-1 din Codul monetar și financiar sau care solicită admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată a valorilor mobiliare financiare sau a instrumentelor echivalente, se supun prevederilor Regulamentului AMF.

³⁸ http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Reglement-general-et-instructions/RG-mode-d-emploi.html

³⁹ <https://circabc.europa.eu/sd/a/82c5780b-e2cf-4a42-a0fe-7a13e3eee793/Autorit%25c3%25a9%20des%20March%25c3%25a9s%20financiers%252c%20AMF.pdf>

Dispozițiile nu se aplică ofertei sau admiterii la tranzacționare pe piață a valorilor mobiliare financiare al căror quantum total este mai mic de 75.000.000 euro, pe o perioadă de douăsprezece luni.

În sensul art. L. 411-2, punctul I din Codul monetar și financiar, o ofertă de titluri financiare nu constituie o ofertă publică dacă prezintă una dintre următoarele caracteristici:

- suma totală este mai mică de 100.000 euro sau echivalentul în valută al acesteia;

- suma totală se situează între 100.000 și 5.000.000 euro sau echivalentul în valută al acesteia, iar tranzacția se referă la titluri financiare care nu depășesc 50% din capitalul emitentului;

- valoarea titlurilor pentru care se solicită admiterea la tranzacționare poate fi redusă la 2.500.000 euro la cererea operatorului de piață care o gestionează.

Proiectul de prospect este înaintat AMF pentru aprobare prealabilă în următoarele cazuri:

- emitentul își are sediul social în Franța și oferta publică sau admiterea la tranzacționare implică:

- a) titluri financiare menționate în secț. I a art. L.621-8 din Codul monetar și financiar; sau

- b) valorile mobiliare menționate în secț. II a Codului.

- oferta publică sau admiterea la tranzacționare se efectuează în Franța și implică aceleași instrumente financiare menționate mai sus.

- emitentul își are sediul social în afara SEE și oferta publică sau admiterea la tranzacționare implică titlurile financiare menționate mai sus, cu condiția ca:

- a) prima ofertă publică sau admiterea la tranzacționare a fost efectuată în Franța după data de 31 decembrie 2003, sub rezerva unei alte alegeri ulterioare a emitentului sau în cazul în care oferta nu a fost efectuată de către emitent;

- b) prima ofertă publică a fost făcută într-un stat membru al Uniunii Europene sau într-un stat parte la acordul SEE, altul decât Franța, după data de 31 decembrie 2003, la decizia unui alt inițiator decât emitentul, iar acesta decide să efectueze în Franța prima sa ofertă publică.

- în alte cazuri decât cele menționate mai sus, AMF poate accepta să aprobe proiectul de prospect la solicitarea autorității competente a unui alt stat membru al Uniunii Europene sau a unui stat parte la acordul SEE.

Prospectul se întocmește în conformitate cu unul dintre formatele și modulele din *Regulamentul (CE) nr. 809/2004 al Comisiei de punere în aplicare a Directivei 2003/71/CE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește informațiile conținute în prospectele, structura prospectelor, includerea de informații prin trimiteri, publicarea prospectelor și difuzarea comunicatelor cu caracter publicitar*⁴⁰.

AMF poate suspenda o ofertă publică sau admiterea la tranzacționare pe piața reglementată pentru cel mult zece zile de tranzacții consecutive în cazul în care are motive întemeiate să suspecteze că tranzacția ar contraveni legilor și regulamentelor aplicabile.

În cazul în care valorile mobiliare ale emitentului sunt admise la tranzacționare pe piața reglementată, prin "informații reglementate" se înțeleg, printre altele, următoarele documente și informații necesare:

⁴⁰ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004R0809-20130828&from=EN>

- raportul financiar anual;
- raportul financiar semestrial;
- raportul privind plățile către guverne, prevăzut la art. L.225-102-3 din Codul monetar și financiar;
- rapoartele menționate la art. 222-9 privind condițiile de pregătire și organizare a activității Consiliului de administrație sau Consiliului de supraveghere și procedurile de control intern și de gestionare a riscurilor puse aplicare de către emitent;
- descrierea programelor de răscumpărare;
- comunicatul de presă care stabilește modalitățile de furnizare a prospectului;
- informațiile publicate în temeiul art. 17 din Regulamentul (UE) nr. 596/2014 privind abuzul de piață;
- declarația privind autoritatea competentă în conformitate cu art. 222-1.

O ofertă poate consta din:

- o singură ofertă care propune achiziționarea titlurilor de valoare țintă, un schimb de titluri de valoare sau valori mobiliare existente sau o plată în numerar;
- o ofertă alternativă;
- o ofertă principală cu una sau mai multe opțiuni subordonate care nu pot fi separate.

În cazul în care valorile mobiliare furnizate la schimb nu sunt valori mobiliare admise la tranzacționare pe o piață reglementată dintr-un stat membru al Uniunii Europene sau un stat parte la Acordul SEE, oferta trebuie să includă o opțiune de numerar.

În cazul în care, în cele douăsprezece luni înainte de depunerea ofertei, ofertantul, acționând singur sau în mod concertat, a cumpărat, în numerar, titlurile care îi dau mai mult de 5% din acțiunile sau drepturile de vot ale societății vizate, oferta trebuie să includă o opțiune de numerar.

În cazul în care oferta constă într-o ofertă alternativă sau o singură ofertă care propune o plată în numerar și în valori mobiliare, AMF evaluează valabilitatea desemnării ofertei ca ofertă publică în numerar sau ofertă de schimb public.

Ofertantul poate oferi titularilor opțiunea de a-și vinde valorile mobiliare la o dată ulterioară, cu condiția ca opțiunea să poată fi exercitată în termen pe o perioadă de timp rezonabilă, aceasta fiind garantată necondiționat de instituția care gestionează oferta.

După începerea perioadei de ofertă, documentul va fi pus la dispoziția publicului gratuit la birourile ofertantului și ale instituției specializate.

Termenul ofertei este de 25 de zile de tranzacționare. Dacă documentul de răspuns este depus după publicarea hotărârii de conformitate, termenul începe în ziua de după difuzarea documentului de răspuns și se încheie cu închiderea ofertei, fără a depăși 35 de zile de tranzacționare.

În orice moment după deschiderea ofertei, dar nu mai târziu de cinci zile înainte de închiderea ofertei, o ofertă propusă cu privire la valorile mobiliare ale societății vizate sau ale uneia dintre societățile țintă pot fi depuse la AMF.

Atunci când o ofertă propusă este depusă în conformitate cu prevederile art. 234-2 și 234-5, prețul propus trebuie să fie cel puțin echivalent cu cel mai mare preț plătit de ofertant, acționând singur sau în mod concertat în sensul art. 233-10 din Codul comercial, în perioada de douăsprezece luni care precede evenimentul care a dat naștere obligației de a depune o ofertă propusă.

AMF poate solicita sau autoriza o modificare a prețului dacă acest lucru este justificat de o schimbare manifestă a caracteristicilor companiei țintă sau de pe piața valorilor mobiliare, în special în următoarele cazuri:

- au avut loc evenimente care ar putea modifica substanțial valoarea titlurilor în cauză în perioada de douăsprezece luni anterioare datei de depunere a ofertei;
- dacă societatea vizată se află într-o dificultate financiară recunoscută;
- dacă prețul menționat în primul paragraf rezultă dintr-o tranzacție care include elemente conexe.

GERMANIA

Instituția federală cu personalitate juridică de drept public, care funcționează ca structură a Ministerului Federal al Finanțelor este Autoritatea federală de supraveghere financiară - Bundesanstalt⁴¹.

Funcționarea acestei instituții are la bază Regulamentul (UE) nr. 1092/2010 al Parlamentului European și al Consiliului privind supravegherea macroprudențială la nivelul Uniunii Europene a sistemului financiar și de înființare a unui Comitet european pentru riscuri sistemice, Regulamentul (UE) nr. 1093/2010 al Parlamentului European și al Consiliului de instituire a Autorității europene de supraveghere (Autoritatea bancară europeană), Directiva nr. 1094/2010 al Parlamentului European și al Consiliului de instituire a Autorității europene de supraveghere pentru asigurări și pensii ocupaționale, și Regulamentul (UE) nr. 1095/2010 al Parlamentului European și al Consiliului de instituire a Autorității europene de supraveghere (Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe).

Legea cu privire la tranzacționarea de valori mobiliare⁴² (§ 31) prevede următoarele reguli generale de conduită:

- un furnizor de servicii de investiții trebuie să aibă calificarea necesară și să manifeste grijă și diligență în interesul clienților săi;
- trebuie să evite conflictele de interese și să explice în mod clar originea conflictelor de interese înainte de desfășurarea de activități specifice pentru clienți, pentru a reduce riscul de deteriorare a intereselor clientului său;
- toate informațiile, inclusiv cele de marketing, trebuie să fie corecte, clare și să nu inducă în eroare. Anunțurile trebuie să fie ușor de recunoscut ca atare, fără a aduce atingere art. § 302 din Codul de investiții și art. § 15 din Legea privind prospectul german pentru valorile mobiliare;
- în cazul în care sunt prezentate informații sau mesaje publicitare privind instrumentele financiare sau emitenți, care conțin în mod direct sau indirect o recomandare generală pentru luarea unei decizii de către client, acestea trebuie prezentate în mod obiectiv, imparțial, indiferent de interesele furnizorului de servicii.
- serviciile de investiții sunt obligate să furnizeze clienților informațiile disponibile clare, în timp util, care sunt adecvate pentru a se asigura că persoanele interesate înțeleg natura și riscurile rezonabile existente în activitatea de comercializare de instrumente financiare sau servicii de investiții;
- informațiile trebuie furnizate într-o formă standardizată și trebuie să fie complete pentru a putea sprijini activitatea de tranzacționare a titlurilor de orice fel.

O societate de servicii de valori mobiliare care oferă consultanță de investiții sau administrarea portofoliului financiar trebuie să obțină de la clienți toate informațiile privind cunoștințele și experiența clienților cu privire la tranzacțiile cu

⁴¹

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/findag_aktuell_en.html?nn=8236218

⁴² https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/___31.html

anumite tipuri de instrumente financiare sau servicii de valori mobiliare, obiectivele de investiții ale clienților și situația financiară a acestora, pentru a putea recomanda clientului un instrument financiar util sau un serviciu de investiții adecvat. Adecvarea este evaluată în funcție de situația în care afacerea specifică recomandată clientului sau serviciul specific de valori mobiliare corespunde obiectivelor investiționale ale clientului în cauză.

Un furnizor de servicii de valori mobiliare poate recomanda clienților săi numai instrumentele financiare și serviciile de valori mobiliare care sunt adecvate pentru client în funcție de informațiile obținute. De asemenea, o societate de servicii de valori mobiliare care furnizează consultanță de investiții este obligată să informeze clienții, în timp util și într-un mod ușor de înțeles, înainte de începerea consultării și înainte de încheierea contractului de consultanță, despre serviciile utile acestuia, contra unei taxe de consultanță.

O societate de servicii de valori mobiliare care oferă consultanță de investiții trebuie:

1. să ofere recomandări care să aibă la bază un număr suficient de instrumente financiare disponibile pe piață, dispersate în mod adecvat în ceea ce privește natura și furnizorul sau emitentul;
2. nu trebuie să se limiteze la furnizori sau emitenți care sunt strâns legați de societatea de servicii de investiții cu care au legături economice;
3. nu trebuie să aibă în vedere doar maximizarea profitului propriu.

Un furnizor de servicii de valori mobiliare trebuie să ia măsurile adecvate pentru:

- a executa rapid și onest comenzile clienților în legătură cu interesele lor de tranzacționare sau pentru a le transmite terților;
- a executa comenzile în funcție de ordinea primirii lor sau pentru a le transfera unor terți în scopul executării, sub rezerva condițiilor de piață existente sau a unui interes diferit al clientului;
- a se asigura că depozitele clienților și instrumentele financiare ale acestora sunt înregistrate corect;
- a putea combina comenzile clienților cu alte comenzi ale societății de servicii de valori mobiliare, în interesul tuturor clienților implicați;
- a nu abuza de comenzile clienților care nu au fost încă executate;
- a informa fără întârziere fiecare client cu privire la fuzionarea comenzilor și a riscurilor aferente.

În cazul în care ordinele limitate ale clienților cu privire la acțiunile admise la tranzacționare pe o piață organizată nu se efectuează cu promptitudine din cauza condițiilor pieței, furnizorul de servicii de investiții notifică prompt astfel de ordine încât să fie ușor accesibile altor participanți pe piață. Obligația menționată este considerată ca îndeplinită dacă ordinele au fost transferate pe o piață organizată sau într-un sistem comercial multilateral care respectă cerințele art. 31 din Regulamentul (CE) nr. 1287/2006. Bundesanstalt poate anula obligația prevăzută mai sus cu privire la ordinele care depășesc substanțial domeniul activității societății ce furnizează servicii financiare.

O societate de servicii de investiții trebuie să ia toate măsurile rezonabile pentru a obține cel mai bun rezultat posibil pentru clienții săi și trebuie să se asigure că executarea fiecărui ordin individual al clientului se face cu respectarea legii, în beneficiul acestuia.

Societatea trebuie să obțină cel mai bun rezultat posibil, în special, în ceea ce privește prețurile instrumentelor financiare, costurile legate de execuție, viteza

de execuție, probabilitatea de executare și de soluționare a contractului, precum și domeniul de aplicare, ponderea criteriilor în perspectiva clientului, instrumentul financiar adecvat, caracteristicile și locul de desfășurare a execuției ordinului.

Autoritatea federală trebuie să supravegheze activitatea desfășurată de societatea de investiții. Bundesanstalt poate elabora orientări pentru punerea în aplicare a Directivei 2004/39/CE a Parlamentului European și a Consiliului și a Directivei 2006/73/CE a Comisiei cu privire la cerințele organizatorice ale societăților de investiții și la condițiile care reglementează exercitarea activităților lor și în ceea ce privește definirea anumitor termeni în sensul directivei menționate.

Autoritatea de supraveghere trebuie să dispună de mecanisme de control intern adecvate, care sunt potrivite pentru a contracara încălcări ale prevederilor art. 14 din Regulamentul (UE) nr. 596/2014. Monitorizarea eventualelor abuzuri de piață se realizează în baza prevederilor aceluiași regulament.

Cu unele excepții, vânzătorul poate oferi doar valori mobiliare pentru care a publicat anterior un prospect cu privire la acestea.

Conform prevederilor Legii privind prospectele de valori mobiliare⁴³, obligația de a publica un prospect nu se aplică în cazul unei oferte de valori mobiliare adresată exclusiv investitorilor calificați sau atunci când este oferită unui număr mai mic de 150 de investitori non-calificați. De asemenea, obligația nu se aplică dacă investitorii pot achiziționa titluri de valoare pentru o sumă minimă de 100.000 euro pe investitor, pentru fiecare ofertă, sau care au o valoare nominală minimă de 100.000 de euro, cu condiția ca prețul de vânzare al tuturor valorilor mobiliare oferite în Spațiul Economic European să fie mai mică de 100.000 de euro, limită care se calculează pe o perioadă de 12 luni.

Orice revânzare de valori mobiliare care au fost anterior obiectul unuiia sau mai multora din formele menționate de lege, trebuie să fie considerată o ofertă separată.

Informațiile minime care trebuie incluse într-un prospect trebuie să respecte prevederile Regulamentului (CE) nr. 809/2004 de punere în aplicare a Directivei 2003/71/CE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește informațiile conținute în broșuri și formatul acesteia.

Prospectul trebuie supus spre aprobare Agenției Federale, acesta putând solicita furnizorului sau de solicitantul de licență informații suplimentare dacă se consideră necesar pentru protejarea publicului.

Autoritatea de supraveghere poate solicita prezentarea de documente și furnizarea de copii ale emitentului, ofertantului sau solicitantul de informații de autorizare, în măsura în care este necesar pentru a asigura respectarea dispozițiilor legale.

ITALIA

Comisia Națională pentru Companii și Bursa de Valori (CONSOB) este autoritatea publică responsabilă pentru reglementarea piețelor financiare italiene.

Activitatea sa are ca scop protejarea publicului investitor. În această privință, CONSOB este autoritatea competentă pentru asigurarea:

- transparenței și a unui comportament corect de către participanții la piața financiară;

⁴³ https://www.gesetze-im-internet.de/wppg/___3.html

- prezentării de informații complete și corecte publicului investitor de către societățile cotate la bursă;
- acuratețea datelor înscrise în prospectele referitoare la ofertele de valori mobiliare, care sunt prezentate publicului investitor;
- respectarea reglementărilor de către persoanele înscrise în Registrul special.

Conform prevederilor Decretului Legislativ nr. 58/1998 (Legea consolidată privind finanțele)⁴⁴, în Italia, orice persoană care propune tranzacții financiare trebuie autorizată, aceasta fiind o formă importantă de protecție a investitorilor. Autorizațiile se acordă numai după îndeplinirea unei serii de cerințe, după aceasta, actorii financiari fiind supuși unei supravegheri constante.

Autorizația este acordată de CONSOB sau de Banca Italiei în conformitate cu prevederile Decretului legislativ nr. 58/1998:

- societățile de intermediari mobiliare italiene pot fi autorizate de CONSOB pentru a furniza întreaga gamă de servicii de investiții sau doar câteva dintre ele;
- băncile italiene pot fi autorizate de către Banca Italiei în același scop;
- companiile italiene de administrare a investițiilor pot fi autorizate de către Banca Italiei să furnizeze servicii individuale de gestionare a activelor.
- intermediarii financiari înscrși în registrul prevăzut la art. 107 din Legea consolidată privind sectorul bancar nu pot fi autorizați decât să tranzacționeze în contul propriu instrumente financiare derivate și să furnizeze servicii de plasare;
- băncile din UE pot furniza serviciile pe care sunt autorizate să le furnizeze de către autoritatea de supraveghere a țării lor de origine;
- întreprinderile de investiții din UE pot furniza serviciile pe care sunt autorizate să le furnizeze de către autoritatea lor de supraveghere din țara de origine.
- băncile care își au sediul social într-o țară din afara UE pot fi autorizate de Banca Italiei să furnizeze întreaga gamă de servicii de investiții sau doar câteva dintre acestea;
- brokerii înscrși în registrul unic național ținut de Ministerul Trezoreriei pot să ofere serviciile de tranzacționare în numele clienților, plasarea, gestionarea individuală a activelor, precum și primirea și transmiterea ordinelor.

În general, intermediarii autorizați operează în propriile lor sedii (sedii centrale și sucursale), unde clienții încheie tranzacții financiare. Uneori însă, aceste servicii și produsele financiare sunt promovate sau propuse în altă parte, inclusiv casele investitorilor, prin ceea ce este convențional cunoscut ca "vânzarea din ușă în ușă". Investitorii trebuie să fie deosebit de bine protejați în astfel de cazuri și, în consecință, legislația italiană impune intermediarilor autorizați să absolve un examen, după care aceștia sunt înscrși într-un registru al CONSOB.

Informația este o condiție prealabilă pentru o investiție bună, fiind necesar ca un investitor să citească cu atenție documentația disponibilă. Obligațiile intermediarilor vizează:

- informarea în mod adecvat a potențialilor investitori înainte de încheierea unui contract cu privire la natura investiției și la riscurile aferente;
- potențialii investitori trebuie să primească o copie a contractului și a documentului privind riscurile, întocmit în modul stabilit de CONSOB;
- potențialii investitori trebuie să primească o copie a declarației eliberate de intermediarul cu care lucrează, care conține ID-ul intermediarului și a agentului de

⁴⁴ http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm#Article_61

vânzări financiare, precum și o copie a documentului care stabilește principalele reguli de conduită pe care trebuie să le respecte vânzătorii financiarți în relațiile cu clienții.

Organizarea și gestionarea piețelor reglementate pentru instrumentele financiare este o activitate antreprenorială care este realizată de corporații, ce pot funcționa și pe bază de non-profit (societăți de bursă).

CONSOB are datoria de a supraveghea:

- a) resursele financiare ale societății de administrare;
- b) activitățile asociate și instrumentele pentru organizarea și gestionarea piețelor, care pot fi efectuate de societățile de bursă.

Ministrul Economiei și Finanțelor, după consultarea CONSOB, determină prin regulament cerințele integrității, profesionalismului și independenței persoanelor care exercită funcții administrative, de conducere și de control în societățile de administrare, în conformitate cu prevederile art. 13. Lipsa cerințelor conduce la descalificarea din funcție, care poate fi declarată de consiliul de administrație sau de consiliul de supraveghere în termen de 30 de zile de la stabilirea sau cunoașterea defectului de supraveghere.

Regulamentul menționat stabilește temeiurile pentru suspendarea temporară din funcție și durata acesteia.

După consultarea CONSOB, ministrul Economiei și Finanțelor va emite un regulament care stabilește cerințele de integritate pentru acționari.

Toate achizițiile și vânzările efectuate la societățile de bursă, realizate direct sau indirect prin intermediul unor societăți filiale, societăți fiduciare sau persoane nominative, trebuie notificate de către dobânditor către CONSOB în termen de 24 de ore, împreună cu documentația care certifică faptul că dobânditorul îndeplinește cerințele menționate de lege.

În conformitate cu prevederile Directivei 2004/39/CE și a măsurilor de adoptare a acesteia, CONSOB identifică și stabilește criteriile generale pe care trebuie să le aplice în reglementarea pieței, în ceea ce privește:

- admiterea la tranzacționare a instrumentelor financiare;
- suspendarea și excluderea de la tranzacționare a unor instrumente financiare;
- metode de garantare a publicității pe piață.

Prevederile de mai sus se adoptă după consultarea Băncii Italiei în cazul piețelor pentru tranzacționarea obligațiunilor private și publice, altele decât titlurile de stat, împreună cu instrumentele financiare prevăzute la art. 1 subsecț. 2 și instrumentele derivate privind titlurile de stat, dobânzile și moneda.

Societățile bursiere trebuie să adopte norme și proceduri transparente și nediscreționare care să garanteze tranzacționarea corectă și ordonată, precum și criterii obiective care să permită executarea eficientă a ordinelor. Reglementarea pieței determină:

- a) condițiile și procedurile de admitere, excludere și suspendare a intermediarilor și a instrumentelor financiare spre/de la tranzacționare;
- b) condițiile și procedurile de admitere la listare, precum și cele referitoare la admiterea la tranzacționare a instrumentelor financiare, precum și de excludere și suspendare de la cotare sau tranzacționare;
- c) condițiile și procedurile de desfășurare a tranzacțiilor;
- d) procedurile de constatare, publicare și distribuie a prețurilor;
- e) tipurile de contracte admise și metodele de determinare a sumelor minime care pot fi tranzacționate.

f) termenii și condițiile pentru lichidarea, decontarea și garantarea tranzacțiilor încheiate pe piațe.

Prin regulament, CONSOB stabilește:

- normele privind transparența contabilă și mecanismele de organizare și control intern adecvate pe care trebuie să le respecte filialele înființate și reglementate de legislația țărilor din afara UE, pentru ca acțiunile societății-mamă să poată fi afișate pe piața reglementată italiană;
- condițiile care conduc la excluderea unor filiale care fac obiectul activității de coordonare a unei alte societăți;
- regulile de transparență și restricțiile privind admiterea pe piața italiană a valorilor mobiliare ale societăților financiare ale căror active constau exclusiv din participații.

Banca Italiei este admisă la tranzacționarea pe piață a titlurilor de stat. De asemenea, Ministerul Economiei și Finanțelor este admis la tranzacționarea pe piață a titlurilor de stat. Diferența este aceea că ministerul notifică în prealabil Banca Italiei cu privire la calendarul și modalitatea intervențiilor sale. În termen de 24 de ore de la notificare, Banca Italiei poate face o cerere motivată prin care să solicite amânarea intervenției pe piață a ministerului sau efectuarea acțiunilor sale într-o manieră diferită pentru a proteja stabilitatea monetară. Măsurile emise în conformitate cu prevederile legale pot, de asemenea, să prevadă admiterea la tranzacționare și a altor persoane decât intermediarii autorizați să efectueze tranzacții.

LITUANIA

Potrivit Legii privind titlurile de valoare⁴⁵, prin acțiuni (titluri de capital, titluri de valoare) se înțeleg:

- acțiuni ale companiilor publice;
- alte valori mobiliare echivalente cu acțiunile companiilor publice;
- valori mobiliare de orice altă natură care se pot converti.

Anunțuri se realizează conform prevederilor definite în Regulamentul (CE) nr. 809/2004 de punere în aplicare a Directivei 2003/71/CE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește informațiile conținute în prospecte, precum și formatul acestora.

Oferta publică de valori mobiliare poate fi exercitată în Republica Lituania numai după ce emitentul sau ofertantul publică prospectul în modul stabilit de lege.

Obligația de a publica un prospect nu se aplică în cazul în care există cel puțin una dintre următoarele condiții:

- o ofertă de valori mobiliare este adresată exclusiv investitorilor calificați;
- o ofertă de valori mobiliare adresată unui număr mai mic de 150 de persoane fizice sau juridice pe stat membru, altele decât investitorii calificați;
- o ofertă de valori mobiliare ce se adresează investitorilor care achiziționează titluri de valoare în valoare totală de cel puțin 100.000 euro pentru fiecare ofertă separată;
- o ofertă de valori mobiliare a căror valoare nominală pe unitate este de cel puțin 100.000 euro;

⁴⁵ <http://www.lithuanialaw.com/lithuanian-law-on-securities-501>

- o ofertă de valori mobiliare cu o valoare totală mai mică de 100.000 euro, raportată la o perioadă de 12 luni.

Obligația de a publica un prospect nu se aplică ofertei publice pentru următoarele titluri de valoare:

1) acțiunile emise și anterior, din aceeași clasă, cu condiția ca, după emiterea acestor acțiuni, capitalul social al emitentului să nu crească;

2) valorile mobiliare oferite ca instrument de plată pentru valorile mobiliare achiziționate prin oferta de preluare, în cazul în care există un document întocmit în conformitate cu o procedură stabilită și disponibil pentru viitorii titulari ai unor astfel de valori mobiliare, care conține informațiile considerate de instituția de supraveghere ca fiind echivalente cu informațiile necesare a fi furnizate printr-un prospect.

3) valorile mobiliare oferite, alocate sau preconizate pentru alocare societăților după fuziunea, încorporarea, divizarea prin achiziție, divizarea prin înființarea unei noi societăți sau divizarea noilor societăți în cazul în care există un document aprobat în conformitate cu o procedură stabilită și disponibil pentru viitorii titulari ai unor astfel de valori mobiliare, care conține informațiile considerate de instituția de supraveghere ca fiind echivalente cu informațiile din prospect care trebuie furnizate obligatoriu;

4) acțiunile plătite pentru dividende acționarilor prezenți (în cazul în care acțiunile sunt de aceeași clasă ca și acțiunile pentru care sunt plătite astfel de dividende).

Prospectul trebuie să prezinte toate informațiile despre emitent și valorile mobiliare ale acestuia care sunt oferite publicului sau admise la tranzacționare pe o piață reglementată. Prospectul conține toate informațiile care, în funcție de particularitățile emitentului și de valorile mobiliare oferite publicului sau admise la tranzacționare pe o piață reglementată, sunt necesare pentru a permite investitorilor să facă o evaluare în cunoștință de cauză a activelor și datoriilor, a poziției financiare, profitul și pierderea, perspectivele emitentului și ale oricărui garant, precum și ale drepturilor acordate de astfel de titluri. Prospectul trebuie să includă, de asemenea, un rezumat care, într-o manieră concisă și inteligibilă, să ofere informații esențiale.

În cazul în care prețul final al unei oferte și numărul de valori mobiliare care urmează să fie oferite în mod public nu pot fi specificate în prospect:

- prospectul trebuie să specifice criteriile și/sau termenii și condițiile pentru stabilirea numărului și a prețului sau a prețului maxim al valorilor mobiliare;

- un investitor are dreptul, în scris, să revoce achiziția sau subscrierea de valori mobiliare nu mai târziu de 2 zile lucrătoare de la notificarea către instituția de supraveghere și anunțarea publică a acestui lucru.

Numai un prospect aprobat de instituția de supraveghere sau de autoritatea competentă a altui stat membru poate fi anunțat. Instituția de supraveghere notifică decizia sa privind aprobarea prospectului emitentului, ofertantului de valori mobiliare sau persoanei care solicită admiterea valorilor mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată și Autorității europene pentru valori mobiliare în termen de zece zile lucrătoare de la depunerea proiectului de prospect.

Termenul menționat se prelungește la 20 de zile lucrătoare atunci când valorile mobiliare destinate publicului au fost emise de emitentul care nu deține valori mobiliare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau care nu a oferit anterior titluri de valoare publicului.

În cazul în care, în termenul stabilit, instituția de supraveghere nu adoptă nicio decizie, prospectul va fi considerat neaprobat.

Prospectul rămâne în vigoare pentru o perioadă de 12 luni de la aprobarea sa, cu condiția respectării tuturor condițiilor prevăzute de lege.

Prețul unei oferte obligatorii de preluare trebuie să fie echitabil. Prețul se stabilește în conformitate cu următoarele principii:

- prețul unei oferte obligatorii de preluare nu este mai mic decât cel mai mare preț al valorilor mobiliare achiziționate de ofertant pe parcursul a 12 luni care preced depășirea pragului definit de lege și nu este mai mic decât prețul mediu ponderat pe o piață reglementată în cazul facilității de tranzacționare multilaterală. Instituția de supraveghere stabilește procedura detaliată pentru calcularea unui preț mediu de piață ponderat;

- în cazul în care nu se poate stabili cel mai mare preț al valorilor mobiliare achiziționate de ofertant în 12 luni anterioare datei depășirii pragului stabilit de lege, iar valorile mobiliare în cauză nu au fost tranzacționate nici pe o piață reglementată, nici în cadrul mecanismului de tranzacționare multilateral, prețul valorilor mobiliare achiziționate prin ofertă obligatorie se stabilește ținând cont de valoarea stabilită de evaluatorul activului cu cel puțin două puncte de vedere. Evaluatorul de active selectat de ofertant trebuie să fie aprobat de instituția de supraveghere.

Decizia de retragere a titlurilor emitentului de la tranzacționarea pe o piață reglementată care operează în Republica Lituania se adoptă de către adunarea generală a acționarilor cu o majoritate de 3/4 din voturile acționarilor care participă la reuniune.

Conform Legii privind piața instrumentelor financiare⁴⁶, o societate de investiții financiare acționează în mod cinstit, corect, profesional și într-o manieră care promovează integritatea pieței.

Aceasta este obligată să păstreze pentru o perioadă de cel puțin zece ani informațiile relevante, datele referitoare la toate tranzacțiile cu instrumente financiare pe care le-au efectuat, indiferent dacă acestea au fost efectuate în cont propriu sau în numele unui client. În cazul tranzacțiilor efectuate în numele clienților, acolo unde este necesar, astfel de documente pot fi solicitate conform prevederilor Legii privind prevenirea spălării banilor.

După ce a efectuat o tranzacție cu orice instrumente financiare admise la tranzacționare pe piață, o firmă trebuie, fără întârziere, dar nu mai târziu de sfârșitul zilei lucrătoare să raporteze tranzacția la Comisia pentru valori mobiliare în modul prescris de aceasta. Această obligație se aplică indiferent dacă tranzacțiile au fost efectuate pe o piață reglementată sau nu.

Obligațiile unui operator pe piața reglementată:

- 1) organizează tranzacționarea instrumentelor financiare, admiterea și citarea acestora în sistemul reglementat de piață, încheierea sigură și eficientă a tranzacțiilor și decontarea;

- 2) promovează comerțul echitabil cu instrumente financiare și urmărește prevenirea manipulării pieței și alte acțiuni neloiale;

- 3) face publice informațiile care asigură respectarea condițiilor prealabile sau post-tranzacționare, precum și cerințele de transparență;

- 4) asigură siguranța informațiilor confidențiale și exercitarea controlului intern.

⁴⁶ <http://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/lithfm.pdf>

Comerțul cu instrumente financiare pe piața reglementată se desfășoară în conformitate cu o serie de norme. Acestea garantează că tranzacționarea de instrumente financiare pe piața reglementată este asigurată într-o manieră echitabilă, ordonată și eficientă, stabilind:

- 1) procedura de tranzacționare cu instrumente financiare pe piața reglementată;
- 2) timpul pentru organizarea tranzacționării pe o piață reglementată;
- 3) procedura de stabilire a prețului instrumentelor financiare și/sau instrumente financiare derivate;
- 4) termenii pentru decontarea tranzacțiilor;
- 5) tipurile de tranzacții încheiate pe piața reglementată;
- 6) procedura de anunțare a prețurilor și a volumului tranzacțiilor;
- 7) modalitățile de soluționare a litigiilor apărute în legătură cu tranzacțiile încheiate pe piața reglementată;
- 8) valorile taxelor aplicate tranzacțiilor.

LETONIA

Legea privind piața instrumentelor financiare⁴⁷ reglementează procedurile de ofertare publică a instrumentelor financiare, circulația instrumentelor financiare, furnizarea de servicii de investiții și servicii de investiții suplimentare, precum și acordarea de licențe și supravegherea participanților pe piața instrumentelor financiare, drepturile și obligațiile financiare, precum și răspunderea pentru nerespectarea cerințelor stabilite de lege.

Legea se aplică următoarelor instrumente financiare:

- 1) valori mobiliare - titluri ale căror drepturi de înstrăinare nu sunt restricționate:
 - a) stocuri și valori mobiliare echivalente acestora care asigură participarea la capitalul unei societăți comerciale;
 - b) obligațiuni și alte titluri de creanță;
 - c) alte valori mobiliare tranzacționabile care conferă dreptul de a achiziționa valorile mobiliare menționate la lit. a) sau b) prin subscriere sau schimb, și
 - d) certificate de acțiuni - valori mobiliare emise în scopul înlocuirii stocurilor unui emitent stabilit într-o țară străină, ce conferă dobânditorilor dreptul de a exercita drepturile aferente stocurilor înlocuite.

Certificatele de stoc și stocurile înlocuite cu certificate de acțiuni nu pot fi comercializate simultan. Stocurile substituite vor fi blocate în banca custode care a emis certificatele de acțiuni.

- 2) certificate de investiții ale fondurilor de investiții și ale altor valori mobiliare care certifică participarea în fonduri de investiții sau în organisme de plasament colectiv echivalente;

- 3) instrumente ale pieței monetare - instrumente de datorii pe termen scurt (bilete la ordin, certificate de depozit, instrumente de creanță pe termen scurt emise de societăți comerciale) și alte instrumente care sunt tranzacționate pe piețele monetare;

- 4) instrumente financiare derivate - contracte ale căror valori variază în funcție de rata fixă a dobânzii, prețul valorilor mobiliare transferabile, prețul bunurilor, cursul de schimb valutar, indicele prețurilor și rata dobânzii, a căror valoare este afectată

⁴⁷ <http://www.fktk.lv/en/law/financial-instruments-market/laws/4310-2011-06-14-law-on-the-financial-ins.html>

de unul sau mai multe riscuri financiare caracteristice activului financiar primar sau al altui activ care se află la baza instrumentului financiar derivat și care sunt transferate între persoanele implicate în tranzacție;

5) instrumente financiare derivate.

În sensul prezentei legi, serviciile de investiții sunt:

1) acceptarea și transferul pentru executarea ordinelor de către investitori pentru tranzacțiile cu instrumente financiare;

2) executarea ordinelor investitorilor pentru tranzacții cu instrumente financiare pe cheltuiala investitorilor sau terților;

3) gestionarea individuală a instrumentelor financiare ale investitorilor în conformitate cu o autorizație dată de investitori;

4) alocarea inițială a instrumentelor financiare în cazul în care furnizorul de servicii de investiții nu achiziționează instrumentele financiare sau nu garantează cumpărarea acestora;

5) achiziționarea de instrumente financiare pentru alocarea inițială sau garantarea achiziționării de instrumente financiare, care nu au fost distribuite în timpul alocării inițiale;

6) efectuarea tranzacțiilor cu instrumente financiare în numele unei instituții de credit sau al unei societăți de brokeraj de investiții;

7) furnizarea de consultări privind investițiile în instrumente financiare.

Nu reprezintă servicii de investiții:

- deținerea de instrumente financiare;
- acordarea de credite sau împrumuturi unui investitor pentru efectuarea tranzacțiilor cu instrumente financiare în care societatea comercială care acordă creditul sau împrumutul este implicată în tranzacția cu instrumente financiare;

- furnizarea de consultanță privind structura capitalului, strategia industrială și aspectele conexe, precum și furnizarea de consultanță și servicii privind fuziunile societăților comerciale și achiziționarea de întreprinderi;

- furnizarea unor astfel de servicii care au legătură cu prestarea serviciilor de investiții specificate în prezenta secțiune;

- serviciile de schimb valutar.

O ofertă publică inițială este o ofertă exprimată de un emitent de valori mobiliare sau de o persoană autorizată pentru achiziționarea de valori mobiliare transferabile, precum și furnizarea oricărei informații în orice mass-media cu privire la posibilitățile de achiziționare a acestora, cu condiția ca această ofertă să fie făcută pentru prima dată.

O ofertă nu este considerată o ofertă publică:

- dacă a fost exprimată numai pentru investitorii profesioniști;
- este exprimată explicit într-un cerc restrâns de persoane, mai mic de 50 de persoane;

- dacă a fost făcută pentru valori mobiliare a căror valoare totală nu depășește echivalentul în lats a 40.000 euro în conformitate cu rata stabilită de Banca Letoniei, în prima zi de exprimare a ofertei;

- dacă prețul minim al valorilor mobiliare, pentru fiecare investitor, este cel puțin egal cu echivalentul în lats a 40.000 euro, în conformitate cu rata stabilită de Banca Letoniei, în prima zi de exprimare a ofertei;

- dacă valorile mobiliare sunt oferite în denominări individuale, valoarea unei denominări fiind echivalentul în lats a cel puțin 40.000 euro;

- dacă a fost exprimată pentru valori mobiliare emise de Republica Letonia, de un stat membru sau de administrațiile locale ale acestor state;

- dacă a fost exprimată pentru valori mobiliare emise de instituții financiare internaționale, la care Republica Letonia este stat membru;
- dacă a fost efectuată în cadrul unei fuziuni sau divizări de capital a unor societăți;
- dacă acțiunile sunt acordate gratuit acționarilor societății;
- în cazul în care acțiunile sunt oferite în schimbul altor acțiuni ale aceleiași societăți pe acțiuni, în cazul în care această ofertă nu implică o majorare a capitalului social;
- dacă a fost exprimată pentru valori mobiliare oferite de către un emitent sau o societate de capital aparținând aceluiași grup către actuali sau foști angajați sau membrilor consiliului de administrație, cu scop de premiere;
- în situația în care a fost făcută pentru valori mobiliare rezultate din transformarea titlurilor de creanță convertibile sau din exercitarea drepturilor conferite de valorile mobiliare care acordă dreptul de a subscrie pentru acțiuni, cu condiția întocmirii unui prospect de emisiune referitor la aceste titluri, care să fie accesibil publicului;
- dacă este exprimată pentru titluri de creanță, a căror scadență este mai mică de un an;
- dacă se exprimă pentru titluri în euro, care nu sunt publicate sau distribuite în conformitate cu procedurile generale stabilite de lege.

O ofertă publică poate fi publicată numai după primirea unei aprobări din partea Comisiei de supraveghere. După luarea unei decizii privind permisiunea de a exprima o ofertă publică, prospectul de emisiune se consideră înregistrat la Comisie, care îl postează pe propria pagină de internet.

Prospectul include informații privind:

- emitentul și valorile mobiliare oferite de acesta;
- tipul de activitate al emitentului;
- tipul și categoria valorilor mobiliare oferite de acest emitent;
- potențialul investitor sau persoanele care oferă consultanță în ceea ce privește investițiile în instrumente financiare;
- situația financiară a emitentului, a activităților curente și a planurilor viitoare ale acestuia;
- informații privind orice drepturi aferente valorilor mobiliare.

Prospectul de emisiune include, de asemenea, informații privind reglementările inițiale de alocare.

În cazul în care, în termen de 12 luni de la data la care emitentul primește o autorizație pentru a putea face o ofertă publică, acesta oferă publicului alte valori mobiliare, noul prospect de emisiune indică numai informațiile care s-au modificat de la publicarea documentului anterior.

Un distribuitor de valori mobiliare sau alte active, licențiat conform prevederilor legale, care își desfășoară activitatea în raport cu regulamentele Comisiei, precum și cu propriile sale acte constitutive și regulamente, poate furniza servicii legate de circulația publică a instrumentelor financiare pe o piață reglementată.

Un distribuitor de titluri financiare trebuie să asigure:

- includerea corectă și deschisă a instrumentelor financiare pe o piață reglementată, un proces de tranzacționare corect, precum și un tratament egal pentru toate persoanele cu același statut (emitenți, participanți);
- supravegherea emitenților de instrumente financiare incluse pe piețele reglementate;

- concentrarea ofertei și a cererii de instrumente financiare incluse pe piețele reglementate pentru stabilirea prețurilor instrumentelor financiare;
- securitatea tranzacțiilor;
- difuzarea de informații coerente care să permită stabilirea valorii instrumentelor financiare incluse pe piețele reglementate;
- organizarea plăților aferente tranzacțiilor efectuate și operațiunile de securitate a contului.

Un distribuitor de piață trebuie să organizeze o piață reglementată în care sunt incluse instrumente financiare pentru care nu există cerințe cantitative (cum ar fi capitalul minim parțial plătit, numărul de acționari, valoarea capitalizării, rentabilitatea sau proporția acțiunilor în circulație publică), poate să includă instrumente financiare pe o astfel de piață reglementată, cu respectarea cerințelor specificate de lege în ceea ce privește diseminarea informațiilor obligatorii către public.

Un distribuitor de piață are dreptul de a organiza un fond de garanție din contribuțiile membrilor săi pentru a asigura executarea tranzacțiilor încheiate pe o piață reglementată.

Un distribuitor de piață pregătește proiecte de regulamente pe care le înaintează Comisiei. Aceasta evaluează conformitatea proiectelor cu cerințele legale, iar în termen de 30 de zile de la data prezentării proiectului trebuie să acorde un aviz. În cazul în care avizul nu conține obiecții, distribuitorul are dreptul să decidă cu privire la aprobarea reglementărilor.

Societățile de brokeraj și instituțiile pentru investiții ale instrumentelor financiare incluse pe piețele reglementate raportează despre tranzacțiile desfășurate, în conformitate cu procedurile specificate de distribuitorul de piață, până la sfârșitul zilei de lucru bancare.

Obligația de notificare specificată se aplică următoarelor instrumente financiare:

- acțiuni;
- obligații și alte titluri de creanță;
- dreptul de a obține acțiuni, obligații și alte titluri de creanță;
- certificate de acțiuni;
- instrumente financiare derivate pe bază de acțiuni.

Un distribuitor de piață furnizează investitorilor informații care să le permită să evalueze condițiile potențialelor tranzacții și apoi să examineze condițiile în care a fost efectuată tranzacția.

Pentru fiecare piață reglementată se publică prețul mediu ponderat, prețul cel mai scăzut al fiecărui instrument financiar comercializat și suma totală în lats a tranzacțiilor efectuate în ziua lucrătoare anterioară.

Prospectul se elaborează în conformitate cu prevederile legale și cu regulamentele Comisiei privind conținutul minim al acestuia și procedurile prin care emitentul urmează să fie eliberat de obligația de a include anumite informații într-un prospect.

Comerțul cu valori mobiliare pe o piață reglementată nu poate fi inițiat mai devreme de trei zile de la plasarea prospectului pe pagina de internet a distribuitorului de piață. De asemenea, comercializarea instrumentelor financiare pe o piață reglementată poate fi inițiată numai după înscrierea acestora în registrele Depozitarului Central al Letoniei. Această cerință nu se aplică instrumentelor financiare care sunt în circulație publică în afara Republicii Letonia și care au fost deja înregistrate în conturi într-un alt stat.

MAREA BRITANIE

Cadrul legal care reglementează activitatea pieței de profil cuprinde:

- Legea privind serviciile financiare (2012)⁴⁸;
- Legea privind serviciile și piețele financiare (2000)⁴⁹;
- Codul penal.

Autoritatea de Conduită Financiară (FCA)⁵⁰ are competențe de reglementare a serviciilor și piețelor financiare din Regatul Unit, stabilind și administrând criteriile care reglementează admiterea în lista oficială a companiilor care oferă servicii de profil⁵¹.

Un nou solicitant care dorește să desfășoare activități pe piața de profil trebuie să prezinte o serie de documente:

- informații financiare care acoperă cel puțin ultimii trei ani de activitate;
- informațiile financiare istorice trebuie să reprezinte cel puțin 75% din afacerile noului solicitant pentru ultima perioadă de trei ani;
- ultimul bilanț nu este mai vechi de șase luni, înainte de data înaintării prospectului și nu mai mult de nouă luni înainte de data la care acțiunile sunt admise la cotaie;
- dispune de conturi consolidate pentru filialele sale;
- a fost auditat sau raportat în conformitate cu standardele menționate în anexa I din Regulamentul privind prospectele⁵².

Este necesară întocmirea unui prospect pentru emiterea de titluri de capital în Marea Britanie atunci când:

- există o ofertă de valori mobiliare către public;
- există o cerere de admitere la tranzacționare pe o piață reglementată (piața principală).

Autoritatea britanică de listări (UKLA), ca autoritate competentă, poate aproba prospectul oricărei companii britanice sau prospectul oricărei companii care dorește să-și prezinte titlurile pe piața principală sau să le ofere spre vânzare publicului.

Publicarea prospectului se poate face pe portalul Mecanismului Național de Depozitare; prin publicarea într-un ziar; prin punerea la dispoziție în formă tipărită la birourile emitentului și a intermediarilor financiarilor; prin publicarea pe site-ul web al emitentului; prin publicarea pe site-ul Web al Bursei de Valori din Londra (LSE), etc.

O ofertă către public este scutită de obligativitatea de publicare a unui prospect:

- a) dacă oferta este îndreptată spre investitori calificați;
- b) este oferită unui număr mai mic de 150 de persoane (altele decât investitorii calificați) în fiecare stat din Spațiul Economic European (SEE);
- c) contravaloarea minimă care poate fi plătită de orice persoană este mai mică de 100.000 euro;
- d) titlurile de valoare sunt denominate în sume de cel puțin 100.000 euro;
- e) contribuția totală nu depășește 100.000 euro;

⁴⁸ <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents/enacted>

⁴⁹ <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>

⁵⁰ <https://www.fca.org.uk/>

⁵¹ [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-501-](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-501-1908?__lrTS=20170421083009228&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhpc=1)

[1908?__lrTS=20170421083009228&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhpc=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-501-1908?__lrTS=20170421083009228&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhpc=1)

⁵² <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Accounting-and-Reporting-Policy/Accounting-Standards-and-Statements-issued-by-the/UK-Financial-Instruments-Standards.aspx>

f) valoarea totală a titlurilor mobiliare oferite în SEE este mai mică de 5 milioane lire sterline.

g) ofertele sunt alocate angajaților (dacă sunt îndeplinite anumite condiții).

Există excepții și pentru anumite valori mobiliare. Principalele categorii sunt următoarele:

- titlurile de valoare reprezentând mai puțin de 10% din numărul de acțiuni din aceeași clasă deja admise la tranzacționare pe o perioadă de 12 luni;
- titlurile de valoare emise în legătură cu o ofertă de preluare dacă este disponibil un document echivalent cu prospectul;
- titlurile de valoare oferite acționarilor în mod gratuit, prin dividende, către salariați, prin conversia altor valori mobiliare sau în care acțiunile sunt deja admise la tranzacționare pe o altă piață reglementată.

Normele privind întocmirea prospectului precizează cerințele minime de prezentare și stabilesc informațiile care trebuie incluse în fiecare document de înregistrare și în nota privind valorile mobiliare:

- persoanele responsabile de document;
- auditorii și alți experți;
- compania și capitalul ei;
- operațiunile și interesele grupului;
- revizuirea operațională și financiară (care este o descriere a poziției financiare a societății, modificările situației financiare și rezultatele operațiunilor pentru fiecare exercițiu financiar și perioada intermediară raportate în prospect);
- evoluții și perspective recente;
- factori de risc;
- activele, pasivele, poziția financiară, profiturile și pierderile. Pentru emitenții din UE, acest punct trebuie pregătit în conformitate cu normele IFRS. Pentru emitenții din afara UE, acest punct trebuie să fie întocmit în conformitate cu standardele naționale de contabilitate ale țării respective, cu condiția ca acestea să fi fost acceptate ca fiind echivalente cu IFRS.
- managementul.

Stabilizarea prețurilor încalcă regulile Regatului Unit privind utilizările abuzive ale informațiilor privilegiate și abuzul de piață. Stabilizarea trebuie să aibă loc în temeiul Regulamentului (CE) nr. 2273/2003 de punere în aplicare a Directivei 2003/6/CE în ceea ce privește scutirile pentru programele de răscumpărare și stabilizarea instrumentelor financiare (Regulamentul de cumpărare și stabilizare) sau Regulile de stabilizare a prețurilor:

- este permisă numai acțiunea de stabilizare hotărâtă;
- numai titlurile de valoare specificate pot fi stabilizate pe un anumit termen;
- operațiunile de stabilizare trebuie să aibă loc numai în limitele de prețuri specificate;
- auditorul stabilizator trebuie să prezinte o informare adecvată prealabilă și înregistrări ale activităților de stabilizare.

Încălcările regulilor de stabilizare pot conduce la adoptarea de către FCA a unor proceduri disciplinare.

O companie cu listare premium trebuie să respecte o serie de obligații continue. Principalele domenii sunt următoarele:

- tranzacții - anumite tranzacții, în funcție de dimensiune, necesită fie aprobarea prealabilă a acționarilor, fie prezentarea pe piață către public;
- tranzacții cu părțile afiliate - pot necesita aprobarea și dezvăluirea de către acționari independenți;

- partajarea tranzacțiilor;
- guvernarea corporativă;
- regulile de transparență;
- divulgarea de informații privilegiate;
- raportarea financiară periodică;
- notificarea participațiilor majore;
- declararea dividendelor.

Regatul Unit are în prezent o definiție mai largă a ceea ce constituie abuzul de piață decât Directiva europeană în domeniu. Abuzul de piață, astfel cum este definit în secțiunea 118 din Legea privind serviciile și piețele financiare, este un comportament referitor la instrumentele eligibile admise la tranzacționare pe o piață reglementată (sau pentru care s-a solicitat admiterea) care se încadrează într-unul sau mai multe criterii de mai jos:

- a) transmiterea informațiilor confidentiale;
- b) dezvăluirea necorespunzătoare a informațiilor privilegiate;
- c) operațiunile de manipulare;
- d) dispozitivele de manipulare;
- e) diseminarea informațiilor false sau înșelătoare;
- f) comportamentul înșelător și denaturarea pieței.

Autoritatea de Conduită Financiară a publicat un Cod de Conduită pe piață care oferă orientări participanților informații cu privire la ceea ce poate sau nu să constituie un abuz de piață.

OLANDA

Operarea piețelor reglementate din Olanda este reglementată de Directiva 2004/39/CE privind instrumentele financiare (MiFID), astfel cum a fost modificată și pusă în aplicare în Legea privind supravegherea financiară⁵³.

Este interzisă operarea pe o piață reglementată fără o licență din partea Ministerului finanțelor, cu excepția cazului în care un operator a obținut o licență de la o autoritate competentă dintr-un alt stat membru al Spațiului Economic European și dacă sunt îndeplinite anumite condiții.

Operatorul pe o piață reglementată trebuie să aibă sediul social în Olanda și să respecte cerințele detaliate stabilite în Legea privind supravegherea financiară cu privire la⁵⁴:

- persoanele care determină politica curentă a operatorului respectiv;
- normele privind admiterea instrumentelor financiare la tranzacționare pe piețele financiare;
- regulile de monitorizare a respectării continue a legii de către participanții pe piața reglementată.

Exploatarea unei facilități de tranzacționare multilaterală se califică drept activitate de investiții și necesită o licență din partea Autorității olandeze pentru Piețele Financiare.

⁵³ https://www.nautadutilh.com/siteassets/documents/01_01_05_the-netherlands-regulatory-structure_pors_a.pdf.pdf

⁵⁴ [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-617-1010?__lrTS=20170421072745171&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-617-1010?__lrTS=20170421072745171&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)

Cerințele de listare pentru titlurile admise la tranzacționare privesc depunerea următoarelor documente:

- formular;
- fișa tehnică;
- o copie semnată a prospectului care a fost aprobată de Autoritatea Olandeză pentru Piețele Financiare;
- o copie a rezoluției consiliului emitentului care autorizează listele;
- o copie a statutului emitentului.

În cazul unei oferte de vânzare, valoarea nominală a obligațiunilor/titlurilor corporative trebuie să fie de cel puțin 200.000 de euro. În alte cazuri, valoarea nominală a obligațiunilor trebuie să fie de cel puțin 5 milioane euro.

În conformitate cu reglementările privind emiterea unui prospect, emitentul trebuie să includă situațiile sale financiare auditate pentru ultimele două exerciții financiare. Aceste situații financiare trebuie întocmite în conformitate cu Standardele Internaționale de Raportare Financiară (IFRS) sau cu standardele naționale de contabilitate ale unui stat membru al Spațiului Economic European (SEE). Emitentul trebuie să includă în prospect situațiile financiare consolidate. Dacă emitentul a obținut informații financiare trimestriale sau semestriale de la data ultimelor situații financiare supuse auditului, acestea trebuie incluse în prospect. În cazul în care prospectul este datat cu mai mult de nouă luni în urmă față de data încheierii ultimului exercițiu financiar auditat, în acesta trebuie incluse situațiile financiare interimare care acoperă cel puțin primele șase luni ale exercițiului financiar.

Emitenții din afara spațiului SEE trebuie să își întocmească situațiile financiare în conformitate cu IFRS sau cu standardele naționale de contabilitate ale unei țări terțe echivalente.

Un prospect trebuie să fie aprobat de Autoritatea olandeză pentru Piețele Financiare (sau de o altă autoritate de reglementare competentă din Spațiul Economic European) pentru o ofertă publică sau listarea titlurilor pe piața reglementată din Olanda. Prospectul trebuie să îndeplinească cerințele stabilite în Regulamentul UE și în Legea privind supravegherea financiară.

În practică, proiectul de prospect și anumite anexe completate la regulamentul privind prospectul sunt prezentate autorității olandeze pentru piețele financiare pentru revizuire și comentarii. Prospectul poate fi utilizat pentru o perioadă de 12 luni de la aprobare. În plus, trebuie să se întocmească un supliment de prospect care să fie înaintat spre aprobare Autorității de supraveghere în cazul în care apar noi evoluții semnificative în perioada cuprinsă între aprobarea prospectului și închiderea ofertei de titluri. Termenii finali ai ofertei speciale trebuie depuse la Autoritate.

Perioada de aprobare a prospectului este de 10 zile lucrătoare, în cazul în care emitentul a oferit în prealabil titluri publice în Olanda sau a înregistrat titluri de valoare pe o piață reglementată din SEE. În caz contrar, termenul este de 20 de zile lucrătoare.

Obligațiile continue care sunt impuse în temeiul Legii privind supravegherea financiară olandeză sunt următoarele:

- emitentul de titluri admise la tranzacționare trebuie să publice fără întârziere informații privind modificările aduse drepturilor aferente acestor titluri. Această obligație se aplică, de asemenea, unei oferte publice de titluri, cu excepția cazului în care informațiile sunt deja incluse într-un prospect aprobat sau un supliment la acest prospect;

- emitentul de titluri care sunt admise la tranzacționare trebuie să publice fără întârziere informațiile privilegiate;
- anumite societăți trebuie să informeze imediat Autoritatea olandeză pentru Piețele Financiare despre titlurile care pot fi convertite în acțiuni;
- emitentul de obligațiuni trebuie să întocmească și să actualizeze în mod regulat o listă a persoanelor care pot avea acces la informații privilegiate;
- emitentul trebuie, de asemenea, să respecte anumite obligații de raportare în conformitate cu regulile Euronext, incluzând printre altele: obligația de a trata în mod egal toți deținătorii de obligațiuni, obligația de a furniza toate celelalte informații considerate necesare pentru protecția investitorilor sau pentru facilitarea funcționării ordonate a pieței de valori mobiliare.

Autoritatea Olandeză pentru Piețele Financiare poate, în funcție de încălcarea Legii privind supravegherea financiară olandeză:

- impune amenzi;
- ordona interdicții de funcționare;
- instrui emitentul să întreprindă acțiuni specifice.

În cazurile de încălcări minore ale legii, Autoritatea Olandeză pentru Piețele Financiare va emite mai întâi un avertisment emitentului de a înceta imediat încălcările înainte de a impune sancțiuni efective.

POLONIA

Legea din 29 iulie 2005 privind oferta publică, condițiile care guvernează introducerea instrumentelor financiare în tranzacțiile organizate și companiile publice⁵⁵ implementează următoarele directive:

- 1) Directiva 2001/34/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind admiterea valorilor mobiliare la bursa oficială;
- 2) Directiva 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind utilizările abuzive ale informațiilor privilegiate și manipulările pieței (abuzul de piață);
- 3) Directiva 2003/71/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind prospectul care urmează să fie publicat în cazul valorilor mobiliare oferite publicului sau admise la tranzacționare și de modificare a Directivei 2001/34/CE;
- 4) Directiva 2003/124/CE a Comisiei de punere în aplicare a Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește definirea și publicarea informațiilor privilegiate și definiția manipulării pieței.

O ofertă publică de vânzare/achiziționare de valori mobiliare este orice propunere de cumpărare a valorilor mobiliare, realizată sub orice formă și prin orice mijloace, adresată unui număr de cel puțin 100 de persoane sau unor destinatari nespecificați, care conține informații suficiente cu privire la valorile mobiliare care urmează să fie oferite, termenii și condițiile lor, astfel încât investitorul să se poată decide să cumpere aceste titluri.

O propunere publică de vânzare/achiziționare de valori mobiliare poate fi făcută numai printr-o ofertă publică.

Obiectul unei oferte publice de a achiziționa valori mobiliare pe teritoriul Republicii Polonia nu poate consta în titluri emise de alte întreprinderi deschise de investiții colective decât fondurile externe menționate de Legea privind fondurile de investiții (2004).

⁵⁵ https://www.knf.gov.pl/en/Images/o_ofercie_en_aktualizacja_2010_tcm81-27608.pdf

În cazul unei propuneri publice de vânzare/achiziționare de acțiuni sau de alocare de acțiuni de către emitentul lor, în orice formă și prin orice mijloace, prevederile anterioare nu se aplică în cazul în care termenul de executare a acestor drepturi nu este mai scurt de 12 luni după data alocării titlurilor de valoare sau dacă prospectul a fost pregătit, aprobat și pus la dispoziția publicului în legătură cu oferta publică de achiziție.

Oferta publică sau admiterea valorilor mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată implică elaborarea unui prospect de emisiune, aprobarea acestuia de către Comisie și punerea lui la dispoziția publicului.

Elaborarea prospectului de emisiune, aprobarea acestuia și punerea la dispoziția publicului, nu este necesară în cazul unei oferte publice de admitere la tranzacționare pe o piață reglementată a:

- titlurilor de valoare nemonetare emise de Trezoreria de Stat sau de Banca Națională a Poloniei;

- titluri de valoare nemonetare emise de un alt stat membru decât Republica Polonă, prin autoritățile regionale sau locale ale statului membru, inclusiv organele administrației publice locale, de către Banca centrală a statului, de către Banca Centrală Europeană sau de către organisme publice internaționale în care unul sau mai multe state membre sunt membre;

- titluri de valoare garantate necondiționat și irevocabil de către Trezoreria de Stat, de către un stat membru sau de către autoritățile regionale sau locale ale unui stat membru, inclusiv organismele guvernamentale locale;

- acțiunile din capitalul băncii centrale a unui stat membru;

- titluri de valoare emise de entitățile menționate la art. 3 alin. 2-3 din Legea cu privire la beneficiile publice și activitățile voluntare (2003), ale căror activități prevăzute în statutul lor intră în domeniul de aplicare specificat din prezenta lege;

- titlurile de valoare nemonetare emise în mod continuu sau repetat în cicluri care cuprind cel puțin două oferte efectuate într-un interval de cel mult 12 luni de o instituție de credit, în cazul în care aceste titluri de valoare nemonetare nu sunt subordonate, convertibile sau nu se încadrează în dreptul de a subscrie sau de a dobândi alte tipuri de valori mobiliare și nu cuprind un instrument de bază pentru valorile mobiliare definite de Legea privind tranzacționarea instrumentelor financiare, dacă valoarea lor calculată pe baza prețului de emisiune este mai mică de 50.000.000 euro la data la care este definit prețul de emisiune al acestor valori mobiliare;

- acțiuni de capital neinstituționalizate al căror scop principal este de a oferi titularului dreptul la a ocupa o locuință sau o parte dintr-un imobil, în cazul în care aceste acțiuni nu pot fi vândute, fără a renunța la acest drept.

Elaborarea prospectului de emisiune, aprobarea acestuia și punerea la dispoziția publicului nu sunt necesare în cazul unei oferte publice:

- 1) adresată exclusiv investitorilor calificați;

- 2) adresată exclusiv investitorilor, dintre care fiecare achiziționează titluri de valoare calculate pe baza prețului de emisiune sau a prețului de vânzare, de cel puțin 50.000 EUR începând cu ziua în care prețul este definit;

- 3) în ceea ce privește valorile mobiliare a căror valoare nominală pe unitate se ridică la cel puțin 50.000 euro la data în care este definită valoarea nominală a acestor valori mobiliare;

- 4) în ceea ce privește valorile mobiliare a căror valoare, calculată pe baza prețului de emisiune sau a vânzării, nu depășește 100.000 euro, din ziua în care este stabilit prețul acestor valori mobiliare;

În mod exclusiv:

- oferirea sau livrarea de valori mobiliare către acționarii sau partenerii societății achiziționate sau către partenerii entității dobândite, în legătură cu achiziționarea unei astfel de societăți sau entități,
- oferirea sau livrarea de valori mobiliare acționarilor sau partenerilor societății care fuzionează cu emitentul;
- oferirea sau livrarea acțiunilor către acționari, în mod gratuit, sau ca plată a dividendelor cu privire la acțiuni, în cazul în care acțiunile livrate sunt de același tip ca cele a căror dividende sunt plătite;
- oferirea sau livrarea de valori mobiliare ale unui emitent a cărui valori mobiliare sunt admise la tranzacționare pe piața reglementată, de către emitent sau de un afiliat în sensul Legii contabilității (1994);
- livrarea acțiunilor către acționari în locul acțiunilor existente de același tip, în cazul în care această livrare nu implică o majorare a capitalului social al emitentului;
- titluri de valoare, a căror valoare calculată pe baza prețului de emisiune sau a prețului de vânzare este mai mică de 2.500.000 euro la data la care se definește prețul de emisiune al acestor valori mobiliare.

În cazul în care emitentul, deținătorul valorilor mobiliare de vânzare sau orice altă entitate care participă la o ofertă, subscriere sau vânzare publică, în numele sau la instrucțiunile emitentului sau vânzătorului, încalcă legea sau există o suspiciune rezonabilă că o astfel de încălcare a avut loc sau poate să apară, Comisia poate, sub rezerva prevederilor legale:

- 1) să dispună suspendarea începerii unei astfel de oferte publice, subscriere sau vânzare publică, sau întreruperea acțiunilor aflate deja în curs de derulare, pentru o perioadă de cel mult 10 zile lucrătoare;
- 2) prescrierea începerii sau continuării ofertei publice, subscrierii sau vânzării publice;
- 3) publicarea, pe cheltuiala emitentului sau a deținătorului valorilor mobiliare de vânzare, a informațiilor privind activitățile ilegale desfășurate.

Comisia poate aplica măsurile legale în cazul în care conținutul documentelor sau al informațiilor transmise Comisiei sau disponibile publicului indică faptul că:

- oferta publică, subscrierea sau vânzarea de valori mobiliare în baza acestora sau admiterea de acțiuni la tranzacționare pe o piață reglementată ar compromite semnificativ interesele investitorilor;
- există circumstanțe care, în contextul legislației în vigoare, pot conduce la încetarea statutului legal al emitentului;
- activitățile emitentului au fost sau sunt efectuate cu încălcarea gravă a legilor aplicabile, fapt ce poate conduce la falimentul emitentului;
- statutul juridic al valorilor mobiliare nu este în conformitate cu legile aplicabile și în context există riscul ca valorile mobiliare să fie considerate inexistente sau împovărate cu fapte juridice care pot avea un impact semnificativ asupra evaluării lor.

În cazul în care emitentul, pentru care Republica Polonă este un stat gazdă, sau o entitate care participă la oferta publică, admiterea sau introducerea valorilor mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată sau activități de promovare în numele sau la comanda unui astfel de emitent, încalcă legislația în vigoare, Comisia de supraveghere notifică autoritatea competentă din statul de origine a emitentului respectiv.

În cazul în care, în pofida notificărilor Comisiei, autoritatea competentă a statului emitentului nu ia măsuri pentru a preveni încălcarea legislației în vigoare pe teritoriul Poloniei sau dacă măsurile se dovedesc ineficiente, Comisia poate, în vederea protejării intereselor investitorilor să informeze cu promptitudine Comisia Europeană cu privire la măsurile luate.

Prospectul de emisiune se întocmește sub forma:

- unui singur document;
- unor acte separate care cuprind documentul de înregistrare, nota privind valorile mobiliare și nota de sinteză, potrivit Directivelor europene menționate.

Entitatea responsabilă pentru autenticitatea, integritatea și caracterul complet al informațiilor conținute în prospectul de emisiune, sunt:

- 1) emitentul - pentru toate informațiile;
- 2) deținătorul valorilor mobiliare de vânzare - pentru informațiile despre deținătorul valorilor mobiliare;
- 3) garantul - pentru informațiile despre această entitate și despre acoperirea activă stabilită;
- 4) subscriitorul ferm de angajament - pentru informații despre acesta, precum și despre subscrierea sau vânzarea de valori mobiliare efectuate de acesta;
- 5) entitatea care pregătește sau participă la pregătirea informațiilor - pentru informările pregătite;

Prospectul de emisiune trebuie să includă o declarație a entităților enumerate mai sus, în forma furnizată de Regulamentul nr. 809/2004.

Imediat după aprobarea prospectului de emisiune, titularul transmite versiunea finală Comisiei și face prospectul de emisiune accesibil publicului.

Perioada de valabilitate a unui prospect de emisiune este de 12 luni de la punerea la dispoziția publicului.

Legea privind tranzacționarea instrumentelor financiare din 29 iulie 2005⁵⁶ reglementează în principal vânzarea de acțiuni și alte instrumente financiare pe piața secundară - bursa de valori.

ROMÂNIA

Ofertele publice sunt operațiuni speciale prin care acționarii pot dobândi sau înstrăina pachete mai mari de acțiuni. Ofertele publice sunt operațiuni ferme, nenegociabile ulterior lansării, în care ofertantul va respecta obligatoriu cel puțin termenii și condițiile inițiale⁵⁷.

Nici o ofertă publică nu poate fi făcută fără publicarea unui prospect aprobat de ASF. Prospectul de ofertă va conține informațiile care, conform caracteristicilor emitentului și valorilor mobiliare oferite publicului, sunt necesare investitorilor, pentru a realiza o evaluare în cunoștință de cauză privind: situația activelor și pasivelor, situația financiară, profitul sau pierderea, perspectivele emitentului și ale entității care garantează îndeplinirea obligațiilor asumate de emitent, dacă este cazul, precum și a drepturilor aferente respectivelor valori mobiliare.

Oferte publice:

- oferte publice de cumpărare (OPC);
- oferte publice de preluare obligatorii (OPP);
- oferte publice de preluare voluntare (OPPV);

⁵⁶ https://www.knf.gov.pl/en/Images/ustawa_o_obrocie_aktualizacja_2011_tcm81-26532.pdf

⁵⁷ <https://www.brkfinanciarigroup.ro/operatiuni-corporate/operatiuni-emitenti.html>

- oferte publice de vânzare (OPV).

Operațiunile de piață sunt reglementate de *Legea nr.297/2004 privind piața de capital*⁵⁸ și *Regulamentul CNVM nr.1/2006 privind emitenții și operațiunile cu valori mobiliare*⁵⁹. Legea nr. 297/2004 privind piața de capital menționează că prevederile legii nu se aplică instrumentelor pieței monetare, care sunt reglementate de Banca Națională a României și titlurilor de stat care sunt emise de Ministerul Finanțelor Publice, dacă emitentul alege pentru tranzacționarea acestora o altă piață decât cea reglementată autorizată de CNVM.

*Legea nr. 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiunile de piață*⁶⁰ a stabilit cadrul juridic aplicabil activităților având ca obiect instrumente financiare admise sau care urmează să fie admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau tranzacționate pe un sistem multilateral de tranzacționare sau pe un sistem organizat de tranzacționare supravegheat de Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF), precum și emitenților de astfel de instrumente financiare, ofertelor publice de valori mobiliare și operațiunilor privind abuzul pe piață.

Legea se aplică activităților emitenților și operațiunilor menționate mai sus, desfășurate pe teritoriul României, precum și unor situații expres prevăzute în cuprinsul legii și al reglementărilor emise în aplicarea acesteia, în care activitățile și operațiunile enumerate mai sus se desfășoară pe teritoriul altui stat.

SPANIA

Prin adoptarea Legii nr. 37/1998 a fost transpusă în dreptul spaniol Directiva 93/22/CE privind serviciile de investiții în domeniul valorilor mobiliare, modificată ulterior prin Directiva 95/26/CE a Parlamentului European și a Consiliului, precum și Directiva 97/9/CE a Parlamentului European și a Consiliului, privind sistemele de compensare a investitorilor⁶¹.

Directiva privind serviciile de investiții, precum cea de-a doua directivă privind coordonarea bancară, au introdus principiul de "pașaport comunitar" sau "licență unică". Prin urmare, o societate de servicii de investiții, în limita autorizațiilor acordate de statul în care își are sediul social, poate oferi servicii de investiții și servicii auxiliare în restul Uniunii Europene, atât prin înființarea de sucursale în alte state membre, cât și prin oferirea de servicii în aceste state.

Cererea de licență unică a rezultat din armonizarea condițiilor de autorizare și de desfășurare a activității, a căror control este încredințat guvernului de origine al societăților (principiul țării de origine), normele de conduită a afacerilor la care se supun tranzacțiile întreprinderilor rămânând în continuare în responsabilitatea statului în care se desfășoară tranzacțiile (principiul țării gazdă). În consecință, orice firmă de servicii de investiții are dreptul de a intra pe orice piață în calitate de membru și poate deveni, de asemenea, membru al oricărui sistem de compensare și decontare.

În ceea ce privește reglementările privind funcționarea piețelor, Directiva privind serviciile de investiții face distincția între piețele reglementate și cele nereglementate. Piețele reglementate, pe lângă faptul că dețin acest statut prin

⁵⁸ http://www.dreptonline.ro/legislatie/lege_piata_de_capital.php

⁵⁹ <http://www.icrp.ro/fise/actionariat/03-25-2015-Regulament-nr-3.pdf>

⁶⁰ <http://lege5.ro/Gratuit/ge2tinzugm2a/legea-nr-24-2017-privind-emitentii-de-instrumente-financiare-si-operatiuni-de-piata>

⁶¹ http://www.cnmv.es/english/Legislacion/Legislacion/leyes/refunley1a_e.htm

recunoașterea expresă de către un stat membru, sunt cele care îndeplinesc cerințele privind organizarea, funcționarea, admiterea instrumentelor financiare, divulgarea și transparența care le conferă o structură bazată pe cerințele minime prevăzute în Acquis-ul comunitar.

Legea reglementează admiterea și excluderea titlurilor cotate, precum și cazurile de radiere în cazul încălcării obligațiilor de raportare de către emitentul valorilor mobiliare listate. În ambele cazuri, guvernelor regionale li se acordă competențe în gestionarea acestor chestiuni.

A fost reglementată clasificarea tranzacțiilor de piață în conformitate cu principiile de descentralizare, fapt ce a condus la o distincție de bază între tranzacțiile de piață și tranzacțiile non-piață, precum și între tranzacțiile de piață obișnuite și cele extraordinare. Operațiunile ordinare de pe piață se supun normelor fundamentale de funcționare a pieței, în timp ce tranzacțiile extraordinare de pe piață sunt cele care nu respectă una sau mai multe dintre reglementările de bază și pot să apară numai în trei cazuri: când cumpărătorul și vânzătorul sunt rezidenți obișnuiți sau sunt stabiliți în afara teritoriului național; atunci când tranzacția nu are loc în Spania; cu autorizația expresă a cumpărătorului și a vânzătorului.

Funcționarea pieței este structurată în două domenii distincte⁶²:

- înregistrare, compensare și decontare;
- tranzacționare.

Condițiile pentru obținerea accesului la activitate completează regimul administrativ al firmelor de servicii de investiții în ceea ce privește autorizarea acestora, incluzând și consultarea prealabilă necesară cu celelalte autorități ale Uniunii Europene în cazul filialelor, precum și cuprinderea anumitor caracteristici prezente în Directiva privind serviciile de investiții (de exemplu, programe de activități, inițiere, transparența structurii grupului, componența sistemului de compensare a investitorilor etc.).

Obligația firmelor de servicii de investiții financiare de a raporta detalii cu privire la tranzacțiile lor la Comisia Națională a Pieței Valorilor Mobiliare este deosebit de importantă.

Prospectul conține informații privind emitentul și valorile mobiliare care urmează să fie admise la tranzacționare pe o piață secundară oficială. Prospectul conține toate informațiile care, în funcție de natura specifică a emitentului și a valorilor mobiliare, sunt necesare pentru a permite investitorilor să facă o evaluare în cunoștință de cauză a activelor și datoriilor, a poziției financiare, a profiturilor și a pierderilor, a perspectivelor emitentului și ale oricărui garant, precum și ale drepturilor asociate titlurilor respective. Aceste informații sunt prezentate într-o formă ușor de analizat și inteligibilă.

Prospectul conține un rezumat care, într-o manieră succintă și într-o limbaj netehnic, transmite caracteristicile și riscurile esențiale asociate emitentului, garantului și privind valori mobiliare. În plus, rezumatul conține, de asemenea, o avertizare care:

- trebuie interpretată ca o introducere în prospect;
- orice decizie de a investi în titlurile de valoare trebuie să se bazeze pe aprecierea de către investitor a valorilor mobiliare în ansamblu;
- răspunderea civilă nu poate fi solicitată decât dacă informațiile sunt înșelătoare, inexacte sau neconforme cu celelalte părți ale prospectului.

⁶² https://www.cnmv.es/docportal/legislacion/leymercado/LMV_May2012_EN.pdf

Conținutul diferitelor tipuri de prospecte este reglementat prin Ordin ministerial.

O ofertă publică pentru vânzarea sau subscrierea de valori mobiliare constă în orice comunicare către o persoană sub orice formă și prin orice mijloace care să prezinte informații suficiente cu privire la termenii ofertei și valorilor mobiliare oferite pentru a permite unui investitor să decidă dacă să achiziționeze sau să subscrie la acea ofertă.

Obligația de a publica un prospect nu se aplică niciuneia dintre următoarele tipuri de oferte, care nu sunt considerate oferte publice:

- oferta de valori mobiliare direcționate exclusiv către investitori calificați;
- oferta de valori mobiliare destinate unui număr mai mic de 100 de persoane fizice sau juridice, fără a include investitori calificați;
- o ofertă de valori mobiliare adresată investitorilor care achiziționează titluri de valoare pentru un total de cel puțin 50.000 de euro fiecare, pe ofertă;
- o ofertă de valori mobiliare a căror valoare nominală unitară se ridică la cel puțin 50.000 de euro;
- o ofertă de valori mobiliare în valoare totală mai mică de 2.500.000 euro, care se calculează pe o perioadă de 12 luni.

Notificarea tranzacțiilor către Comisia Națională a Pieței valorilor mobiliare se realizează cât mai curând posibil, până la sfârșitul zilei lucrătoare în care s-a încheiat tranzacția.

Tranzacțiile pot fi raportate de către societatea de investiții în sine, o terță parte care acționează în numele acesteia, o societate de administrare a pieței reglementate sau printr-un sistem de comparare a tranzacțiilor sau de raportare aprobat de Comisie.

Furnizorii de servicii de investiții trebuie să respecte:

- standardele de conduită prevăzute de lege;
- codurile de conduită care, în implementarea standardelor legale prevăzute, sunt aprobate de către Guvern sau, cu autorizarea expresă a acestuia din urmă, de către Ministrul Economiei, la propunerea Comisiei pentru piața valorilor mobiliare.
- propriile coduri interne de conduită.

CONSIDERAȚII GENERALE PRIVIND CROWDFUNDING-UL

Crowdfunding-ul⁶³ (multifinanțarea⁶⁴ sau finanțarea participativă) reprezintă o metodă alternativă de finanțare colectivă a unor proiecte de afaceri dar și în domeniul artistic, tehnologic, media ce utilizează resurse online (forumuri, platforme de socializare, etc.) prin intermediul căreia se întâlnește oferta cu cererea de capital. Această tehnică de finanțare are la bază teza apelării la o comunitate ca un potențial finanțator pentru a dezvolta un produs nou.

Termenul de crowdfunding se referă, în general, la o cerere de strângere de fonduri pentru un anumit proiect care este adresată publicului larg. Deseori, aceste cereri de fonduri sunt publicate și promovate pe internet, cu ajutorul platformelor sociale, fiind deschise doar pentru o anumită perioadă. De obicei, fondurile sunt

⁷⁰ <http://edufin.asfromania.ro/index.php/abc-ul-investitorului/produse-financiare-inovative/33-multifinantarea-crowdfunding>

⁶⁴ <http://www.manager.ro/articole/economie-139/analiza-o-istorie-a-multifinantarii-57713.html>

strânse de la un număr mare de susținători financiari sub forma unor contribuții relativi mici, dar există și excepții.

De asemenea, noțiunea de „multifinanțare” se referă pur și simplu la un canal de finanțare care poate fi utilizat în numeroase feluri diferite. Se pot strânge donații de la persoane, în cadrul modelului de multifinanțare pe bază de donații, dacă acestea sunt strânse într-o perioadă precisă pentru un proiect precis promovat pe internet și pe platforme sociale⁶⁵. Dar există și posibilitatea ca susținătorii financiari să primească ceva în schimb în cadrul campaniilor de multifinanțare. Se poate vorbi despre multifinanțare pe bază de recompense sau multifinanțare pe bază de prevânzări atunci când susținătorii financiari primesc în schimb ceva simbolic, precum ocazia de a participa la experiența culturală pe care o finanțează (aparitia ca figuranți într-un film, de exemplu), sau un produs dezvoltat și realizat cu fondurile strânse.

Un element esențial al acestei metode alternative de finanțare este faptul că transferul de resurse dintre investitori către inițiatorii proiectului (ce au nevoie de finanțarea primilor) se poate realiza fie prin abordarea directă a potențialilor finanțatori, fie prin intermediul unei platforme electronice de multifinanțare (care percepe comisioane, în schimbul promovării proiectului respectiv către publicul interesat din mediul online).

Din prima categorie a transferului direct, Autoritatea de supraveghere financiară din România a identificat ca metode de multifinanțare, următoarele:

- Donația (transfer cu titlu gratuit în scop social, valoarea medie a unui proiect fiind de 500 euro);
- Sponsorizarea (transfer cu titlu gratuit în scop filantropic);
- Recompensa (cu o valoare medie de 3.000 euro, recompensa constând în obiecte primite de investitor la finalul proiectului, precum albumele unor cântăreți finanțați prin intermediul proiectului);
- Pre-vânzarea (plata în avans a unui produs viitor, la care apelează unii cumpărători online pentru a obține reduceri la intrarea în posesie a respectivelor bunuri);
- Cota parte din profit (oferirea pentru investitorii în proiect a unei cote părți din valoarea proiectului, la finalizarea acestuia, sau a unei francize anuale).

Din categoria transferului intermediat de o platformă electronică, ASF a identificat ca metode de multifinanțare, următoarele:

- Împrumutul (creditarea directă cu perceperea de dobândă, cunoscută sub titulatura de peer-to-peer lending, în condițiile în care valoarea medie a unui proiect este de 4.500 euro);
- Oferta de valori mobiliare (sub forma emisiunii de acțiuni sau obligațiuni).

Multifinanțarea⁶⁶ are un potențial ridicat de a completa sursele tradiționale de finanțare și de a contribui la finanțarea economiei reale. Cartea verde privind finanțarea pe termen lung a economiei europene⁶⁷ a declanșat o amplă dezbatere asupra diferiților factori care permit economiei europene să canalizeze fonduri spre investițiile pe termen lung necesare pentru asigurarea creșterii economice.

⁷² Aceste donații sunt contribuții bănești destinate de obicei, dar nu exclusiv, unor proiecte caritabile.

⁶⁶ In December 2014 the European Securities Markets Authorities (ESMA) published advice and an opinion on investment-based crowdfunding, and in February 2015 the European Banking Authority (EBA) published its opinion on lending-based crowdfunding

⁶⁷ COM(2013) 150 final, 25.3.2013. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-274_ro.htm

În Comunicarea ulterioară sunt prezentate mai multe domenii prioritare în care Comisia⁶⁸ intenționează să întreprindă inițiative pentru a ajuta IMM-urile în eforturile de atragere a fondurilor.

În acest plan de lucru este inclusă și multifinanțarea. Aceasta reprezintă unul dintre noile modele de finanțare care contribuie tot mai mult la sprijinirea avansării întreprinderilor nou înființate pe „scara rulantă” a finanțării⁶⁹ și care ajută la crearea unei economii sociale de piață pluraliste și rezistente. Multifinanțarea are un potențial real de a fi utilizată pentru diferite tipuri de proiecte, cum ar fi proiectele inovatoare, creative și culturale, sau pentru activități desfășurate de întreprinzători sociali care întâmpină dificultăți la accesarea altor forme de finanțare.

Potrivit Comunicării Comisiei⁷⁰ către Parlamentul European, Consiliu, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor intitulată „Eliberarea potențialului de multifinanțare în Uniunea Europeană” din anul 2014, multifinanțarea (crowdfunding) se referă, în general, la o cerere de strângere de fonduri pentru un anumit proiect, adresată publicului larg.

În cazul altor campanii de multifinanțare se oferă o anumită formă de beneficii financiare. Modelele de multifinanțare cu participare la profit, de exemplu, promet o parte din profitul viitor realizat de proiectul finanțat⁷¹. Multifinanțarea pe bază de titluri de valoare presupune emiterea de acțiuni sau de titluri de creanță pe numele susținătorilor financiari⁷². Diferența dintre această formă de multifinanțare și o ofertă publică inițială, de exemplu, constă în faptul că acțiunile emise sunt tranzacționate, în mod normal, pe o piață secundară și că nu există subscriere.

Aceste două forme de multifinanțare, cu participare la profit și pe bază de titluri de valoare, pot fi descrise cu termenul de „multiinvestiții”. În fine, în cazul unei campanii de „multicreditare” inițiatorii împrumută bani de la persoane fizice și promet rambursarea capitalului împrumutat, în condiții stabilite, cu (sau, în anumite cazuri, fără) dobândă. Se poate menționa exemplul consumatorilor care împrumută sume mici de bani de la susținătorii financiari pentru a-și renova locuința, pentru a-și finanța studiile etc., sau al întreprinderilor care împrumută bani pentru a-și finanța noi proiecte.

Merită evidențiate și o serie de riscuri pe care mecanismul de multifinanțare le incumbă, respectiv:

- spălarea banilor;
- lipsa transparenței/furnizarea de informații înșelătoare;
- termeni contractuali neconformi;
- dificultăți în elaborarea unor rapoarte corecte de evaluare și due diligence a celui care solicită finanțare;
- riscul de contrapartidă;
- riscul de lichiditate (lichidare a investiției);
- alte riscuri identificate: Riscul de neplată, pentru nereturnarea sumelor subscrise, în cazul abandonării proiectului; Riscul de diluție a acționarilor inițiali ai

⁶⁸ http://ec.europa.eu/finance/securities/egesc/index_en.htm.

⁶⁹ Multifinanțarea poate fi urmată de alte forme de finanțare, cum ar fi finanțarea bancară, capitalul providențial sau capitalul de risc, sau de o ofertă publică inițială.

⁷⁰ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, COM(2014) 172 final, 27.3.2014

⁷¹ De exemplu, profitul viitor din vânzarea unei noi aplicații mobile care a fost dezvoltată cu ajutorul multifinanțării.

⁷² De exemplu, în cadrul unui proiect de mediu s-ar putea emite titluri de creanță pentru construirea unor generatoare de energie regenerabilă sau în cadrul unei întreprinderi inovatoare nou înființate s-ar putea emite acțiuni pentru strângerea fondurilor necesare pentru demararea activității.

proiectului, în cazul de noi subscrieri ulterioare adresate altor persoane la prețuri diferite (neexistând o valoare justă de piață a acțiunilor proiectului); Riscul de exercitare cu dificultate a voturilor acționarilor proiectului, în cazul unei structuri complexe a acționariatului; Riscul de cedare a proprietății intelectuale asupra patentelor generate în cadrul proiectului, de la proprietarul inițial a proiectului către mulțimea de noi acționari ce subscriu prin platforma de multifinanțare.

Comisia Europeană apreciază că instrumentele financiare inovative trebuie să aibă un rol din ce în ce mai important în bugetul UE în perioada 2014 - 2020. Scopul CE este să dezvolte instrumente financiare care să corespundă obiectivelor strategiei de creștere sustenabilă și cuprinzătoare. Împreună cu măsurile de reglementare adecvate, aceste instrumente pot contribui, de asemenea, la dezvoltarea și consolidarea piețelor financiare, la o mai bună integrare europeană a acestora și la deschiderea unor surse alternative de finanțare pentru sectoarele care generează creștere (A framework for the next generation of innovative financial instruments, EC).⁷³

Termenul de "instrument financiar inovativ" este utilizat în acest context în alte scopuri decât finanțările nerambursabile pentru investiții, acoperind o gamă largă de cazuri în care este prevăzut un sprijin financiar de la buget în alte forme decât granturi pure, inclusiv a cazurilor în care fondurile europene sunt corelate cu împrumuturi de la instituții financiare.

Legat de subiectul multifinanțării, atragem atenția că acest mecanism de finanțare nu este în prezent reglementat sau supravegheat de către ASF, făcând însă obiectul unui proiect de lege privind dezvoltarea finanțărilor participative (crowdfunding) - Proiectul de lege nr. 801/2015 care a fost adoptat de Senat⁷⁴ dar care se afla încă la Camera Deputaților⁷⁵ (for decizional) nefiind adoptat. Conform acestui proiect de lege, finanțarea participativă (denumirea adoptată de legiuitorul român pentru crowdfunding) este definită ca acea operație care îndeplinește următoarele condiții:

- investitorii sunt persoane fizice sau juridice care se așteaptă să obțină un profit în urma investiției făcute - deci sumele de bani donate pentru a susține un proiect fără a se aștepta un profit/avantaj în schimb, nu se încadrează aici, ba chiar sunt exceptate donațiile în mod expres, specificând-se faptul că acele platforme care se ocupă de strângerea donațiilor și sponsorizărilor nu sunt platforme de finanțare participativă).

- proiectele sunt inițiate de dezvoltatorul de proiect care este persoană juridică
- de unde rezultă faptul că persoanele fizice nu vor mai putea iniția astfel de proiecte și beneficia de o astfel de finanțare, lor rămânându-le doar posibilitatea de a obține fonduri din donații și sponsorizări.

- finanțarea se realizează prin una din următoarele metode: emiterea de părți sociale sau obligațiuni/acțiuni, emiterea de titluri de creanță care dau dreptul la dobânzi.

- nu se specifică nimic despre metoda de oferire în schimbul finanțării a produsului/serviciului în mod gratuit sau la un preț preferențial, de unde deducem ca acest lucru nu va fi permis.

⁷³ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment_en

⁷⁴ <http://www.cdep.ro/proiecte/2015/800/00/1/se1008.pdf>

⁷⁵ http://www.cdep.ro/pls/proiecte/upl_pck2015.proiect?cam=2&idp=14923

Condiții generale pentru platformele de finanțare

Proiectul de lege specifică faptul că platformele vor trebui să fie constituite ca societăți comerciale, într-una din formele prevăzute de Legea nr.31/1990.

Astfel, platformele constituite ca ONG-uri nu se vor mai putea numi de crowdfunding, nu vor mai putea desfășura această activitate și probabil se vor limita la strângerea fondurilor prin donații și sponsorizări.

Suma maximă de fonduri colectate pentru fiecare proiect nu poate depăși 1 milion de euro, echivalent în lei la cursul BNR din ziua postării proiectului.

Condiții de înregistrare a platformelor participative

Acest tip de platforme sunt obligate să se înregistreze în Registrul CNVM (actualmente ASF) prevăzut de Legea nr.297/2004 privind piața de capital, registru care este public, iar până la înregistrarea în acest registru, platforma nu poate desfășura nicio activitate de finanțare participativă.

Printre numeroasele cerințe de înregistrare a unei platforme de finanțare participativă sunt și unele de natura financiară, deloc de neglijat, cum ar fi ca societatea care deține platforma să aibă un capital social de minimum 25.000 euro. De asemenea, societatea care deține platforma trebuie să aibă sediul social în România iar administratorul societății care deține platforma să aibă domiciliul pe teritoriul României.

Ce servicii vor avea voie să presteze platformele participative

Sunt definite clar și limitativ serviciile pe care o astfel de platformă le poate oferi clienților ei (clienții platformei fiind, atât beneficiarii investițiilor, cât și investitorii):

- publicarea proiectelor ce doresc finanțare,
- oferirea contactului direct între dezvoltatorii de proiecte și investitori,
- colectarea sumelor de la investitori și virarea acestora către beneficiar sau după caz, restituirea lor către investitori.
- asistență cu privire la modalitatea de funcționare a finanțării participative,
- furnizarea de canale electronice prin care participanții să poată vinde și cumpăra titluri participative.

Ce nu au voie să presteze platformele participative

- să nu desfășoare activități proprii firmelor de investiții, instituțiilor de credit, instituțiilor de emisie a monedelor electronice sau orice fel de activitate pentru care este necesară o autorizație în acest sens;

- nu pot face recomandări investitorilor asupra proiectelor, nu pot face publicitate sau comunicări comerciale, pentru proiectele postate, trebuind să se limiteze doar a le anunța.

- platformele nu pot garanta dezvoltatorilor succesul în strângerea de fonduri. În mediul online din România există unele platforme electronice a căror funcționare s-ar putea subscrie metodei de multifinanțare (care nu este reglementată unitar la nivel european), respectiv:

www.multifinantare.ro; www.mindfruit.ro; www.crestemidei.ro; www.we-are-here.ro; www.potsieu.ro.

CADRUL EUROPEAN DE REGLEMENTARE PENTRU CROWDFUNDING⁷⁶

În Uniunea Europeană, platformele de crowdfunding reprezintă site-uri online care permit colectarea de fonduri. Ofertele/investițiile financiare pot fi făcute de către persoane fizice/juridice iar fișierele respective pot fi gestionate prin intermediul acestor platforme.

Pentru a permite dezvoltarea activităților de crowdfunding, asigurând în același timp atenuarea riscurilor în mod corespunzător și protecția investitorilor, unele state membre ale UE-au introdus cadre (bespoke) de reglementare pentru crowdfunding cu cerințe pentru emitenți / debitori, platforme și investitori / donatori.

În general, reglementările interne au ca scop dezvoltarea acestei noi instrument de finanțare având drept modele de afaceri cum ar fi peer-to-peer sau de business-to-consumer, în timp ce abordarea riscurilor cheie ar putea apărea, în special pentru investitori. Implementarea la nivel național a unor norme în domeniu implică și respectarea legislației UE precum: Directiva UE privind protecția consumatorilor, Directiva UE privind practicile comerciale neloiale și Directiva UE pentru clauze contractuale abuzive. Acestea impun standardele de protecție pentru consumatori și relevă beneficiile existente, atât pentru investitori, cât și pentru împrumutători în domeniul crowdfunding-ului.

În plus, cadrele de reglementare naționale depășesc cerințele minime de armonizare în domeniul serviciilor financiare prevăzute de legislația UE privind protecția consumatorilor în care este semnificativă prelucrarea datelor cu caracter personal.

De asemenea, regulile privind protecția datelor se aplica platformelor de crowdfunding și emitenților / debitorilor, în cazul în care sunt prelucrate date cu caracter personal. De exemplu, operatorii de date se asigură că sunt îndeplinite toate cerințele de protecție a datelor, inclusiv dreptul de acces al persoanelor vizate (persoane fizice) la datele lor cu caracter personal. Crowdfunding-ul trebuie să asigure conștientizarea și respectarea obligațiilor operatorilor de date și procesatorilor de date și drepturile persoanelor vizate (persoane fizice).

Tot în acest sens, față de cadrele de reglementare instituite de guverne, asociațiile profesionale din diferite ramuri au introdus sisteme de autoreglementare, în special codurile de conduită și bune practici pentru platformele de crowdfunding în ceea ce privește transparența. De exemplu, Rețeaua europeană de Crowdfunding (ECN)⁷⁷ a publicat câteva principii directe relevante în Codul de conduită pentru industria europeană de crowdfunding. Aceste principii directe sunt: integritatea și corectitudinea în desfășurarea acestui tip de activitate; evitarea conflictelor de interese; transparența datelor; menținerea confidențialității; utilizarea de personal calificat și resursele tehnice necesare pentru gestionarea corespunzătoare platformelor de crowdfunding.

Codul de conduită stabilește proceduri de conformitate specifice, precum și redactarea de fișe de informații standardizate și cerințele de raportare pentru emitenți.

Marea Britanie este în prezent cea mai dezvoltată piață de creditare de tip peer-to-peer, cu o activitate privind finanțarea participativă reprezentând 90% din piața de creditare. Participanții trebuie să aplice așa-numitele principii de funcționare care stabilesc standardele de conduită în afaceri, cum ar fi claritatea și transparența, managementul riscului și obligațiile de raportare.

⁷⁶ <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>

⁷⁷ <http://eurocrowd.org/>

În cele ce urmează vom prezenta aspecte comparative care relevă principalele caracteristici ale normelor/acordurilor de reglementare și supraveghere la nivelul unor state membre UE precum Italia, Spania, Marea Britanie care promovează crowdfunding-ul ca o sursă alternativă de finanțare.

Crowdfunding-ul are un ritm rapid de dezvoltare în unele state membre UE fiind promovat cu succes prin intermediul platformelor online în întreaga Uniune Europeană.

Conform unor studii⁷⁸ comandat de Comisia Europeană privind platformele participative active în Uniunea Europeană, la 31 decembrie 2014 au fost înregistrate 502 de platforme amplasate în 22 de state membre UE, în timp ce 8 platforme au fost localizate în alte țări (Australia, Canada, China, Noua Zeelandă și Statele Unite ale Americii). Cele mai multe platforme au fost localizate în Marea Britanie (143), urmată de Franța (77) și Germania (65). Majoritatea platformelor au fost implicate în crowdfunding bazat pe recompensă (30%), urmate de platforme implicate în atragerea de capitaluri (23%) și crowdfunding pe bază de credite (21%)⁷⁹.

Deoarece crowdfunding-ul este un instrument relativ nou și inovator de finanțare, nu este posibil a se prognoza cum un astfel de fenomen va evolua în viitor, dar poate fi văzut ca o acțiune din universul extins al inovațiilor tehnologice financiare⁸⁰.

Legat de practica curentă la nivel european, precizăm că autoritatea competentă din Italia, respectiv CONSOB⁸¹, a publicat un Regulament privind atragerea capitalului prin mecanismul de multifinanțare (equity crowdfunding governing the collection of risk capital by innovative start-ups using on-line portals⁸²) ce a intrat în vigoare din luna iulie 2013 (aplicând prevederile Legii italiene nr.221 din 17 decembrie 2012). Pe cale de consecință, menționăm că, în data de 10.08.2013, CONSOB a aprobat înscrierea unei prime entități (respectiv Stars Up SRL Livorno) în Registrul public de administratori de platforme online pentru colectarea de capital cu risc destinat companiilor start-up-inovative⁸³.

În mod similar, în luna februarie 2013, autoritatea competentă din Marea Britanie de la acea dată (Financial Services Authority –FSA actualmente FCA)⁸⁴ a emis prima autorizație a unei platforme de equity crowdfunding⁸⁵, respectiv CROWDCUBE, prin intermediul căreia investitorii pot achiziționa direct acțiuni ale unor companii cu sediul social în Marea Britanie și care face obiectul unei scheme de compensare a acestora (respectiv Financial Services Compensation Scheme).

Solicitarea de emitere de către FSA⁸⁶ a autorizației pentru platforma de equity crowdfunding a fost solicitată de Crowdcube încă din luna februarie 2011 (de la

⁷⁸ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-study-executive-summary-30092015_en.pdf

⁷⁹ http://www.osborneclarke.com/media/filer_public/51/b3/51b3007b-73aa-4b9a-a19d-380fc1d6ff35/regulation_of_crowdfunding_ecn_oc.pdf

⁸⁰ <https://epub.ub.uni-muenchen.de/20975/>

⁸¹ <http://www.consob.it/>

⁸² <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>

⁸³ http://www.consob.it/main/intermediari/cf_gestori/index.html

⁸⁴ <https://www.crowdfundinsider.com/2016/07/88046-case-regulatory-evolution-review-uk-financial-conduct-authoritys-approach-crowdfunding/>

⁸⁵ <https://www.ft.com/content/e9d998c2-ee93-11e4-88e3-00144feab7de>

⁸⁶ <https://www.harpermacleod.co.uk/hm-insights/2016/july/fca-announces-review-of-crowdfunding-regulation/>

momentul înființării platformei Crowdcube⁸⁷, care are în prezent peste 28.000 de conturi active deschise de investitori). În mod similar, în luna septembrie 2013, Secretariatul General al IOSCO (International Organization of Securities Commissions)⁸⁸ a emis un comunicat prin care a notificat că va informa Consiliul Director cu privire la implicațiile mecanismului de multifinanțare, dintr-o perspectivă globală.

Reglementări naționale care au fost adoptate în statele membre UE în domeniul de aplicare al multifinanțării: Italia (26 iunie 2013) - Regulamentul pentru crowdfunding privind capitalurile proprii emis de către Commissione Nazionale per le Società Borsa (CONSOB), în conformitate cu Regulamentul 18592 și Decretul Lege nr.179/201289 respectiv Decretul Lege nr.33/201590, Marea Britanie (aprilie 2014) - Regulamentul de crowdfunding emis de FCA sub un nou regim specific, Franța - Regulamentul vizând crowdfunding-ul și introducerea a 2 statute de reglementare specifice (Ordonanța nr.559 din 30 mai 2014⁹¹ privind finanțarea participativă care se aplică de la 1 octombrie 2014 și Decretul de aplicare nr.1053/2014⁹²), Belgia - Legea din 25 aprilie 2014⁹³ publicată în Monitorul Oficial nr.36946/7 mai 2014⁹⁴, Austria - Legea privind finanțarea alternativă (AltFG) din 2015.

ITALIA

În Italia, există 3 tipuri de crowdfunding:

1 Modelul investiției capitalului propriu

Potrivit acestui model, persoanele fizice fac investiții financiare pentru majorarea capitalului social în societatea țintă.

2 Creditare - acest model presupune colectarea de bani prin intermediul unei platforme participative care la rândul său împrumută bani pentru alții în schimbul rambursării creditului și a dobânzilor aferente. Cele două platforme italiene ce operează acest model au fost solicitate de CONSOB⁹⁵ și Banca Italiei pentru a se conforma legilor bancare și financiare și reglementărilor în domeniu și operează cu licență de instituție financiar bancară.

3 Donații și Recompense - în cadrul acestui model, persoane fizice oferă bani pentru o companie sau un proiect pro bono, pentru caritate, fără nici o recompensă monetară. Acest model este utilizat pentru a finanța proiecte creative sociale, de

⁸⁷ <https://www.forbes.com/sites/goncalodevasconcelos/2014/08/08/top-5-things-you-should-know-about-equity-crowdfunding-platforms/#3bef9664f4be>

⁸⁸ <https://www.iosco.org/>

⁸⁹

http://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2012-12-18&atto.codiceRedazionale=12A13277

⁹⁰ <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/03/25/15G00048/sg>

⁹¹

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029008408&categorieLien=id>

⁹²

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029463569&fastPos=1&fastReqId=1354107622&categorieLien=cid&oldAction=rechTexte>

⁹³ <http://www.eubelius.com/fr/printpdf/7170>

⁹⁴

http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/loi_a1.pl?language=fr&tri=dd%20AS%20RANK&value=&table_name=loi&cn=2014042508&caller=image_a1&fromtab=loi&la=F

⁹⁵ <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>

caritate sau pentru companii care nu oferă returnarea investițiilor sau acordă recompense cu o valoare simbolică.

Crowdfunding-ul bazat pe investirea capitalului propriu este utilizat ca model pentru obținerea de finanțare și pentru a ajuta o companie în executarea unor proiecte⁹⁶. Italia a reglementat această modalitate prin Legea nr.221/2012⁹⁷ și Decretul–lege nr.179/2012 care permite colectarea de bani online pentru a sprijini dezvoltarea de companii de tip „start-up inovatoare⁹⁸”, care îndeplinesc cerințele specificate de aceeași Lege nr.221/2012.

De asemenea, operatorul unei platforme de crowdfundingul poate face obiectul unor reglementări suplimentare, în special: Legea privind combaterea spălării banilor, Regulamentul de confidențialitate, Legea creditului de consum, Legea nr.231/2001⁹⁹.

Reglementarea platformelor de crowdfunding intră și sub dispozițiile privind implementarea Directivei europene pentru administratorii fondurilor de investiții alternative („DAFIA”) din 22 iulie 2013¹⁰⁰.

MAREA BRITANIE

Regatul Unit este lider în domeniul instrumentelor de finanțare alternative¹⁰¹ on-line pe piața europeană, cu un procent de 75% din toate volumele de tranzacționare din Europa (Wardrop et al. 2015¹⁰²). În 2015, finanțarea alternativă on-line în Regatul Unit a crescut la 3,2 miliarde lire sterline, în creștere cu 84% față de anul 2014 (Zhang și colab., 2016¹⁰³). Această creștere considerabilă în 2015 a coincis cu integrarea cu succes a reglementărilor din acest sector, alături de sprijin guvernamental pentru obținerea de finanțări alternative.

În timp ce multe state membre UE au avut o abordare de tip „așteptăm și să vedem” cu privire la elaborarea unor regulamente pentru crowdfunding¹⁰⁴, Marea Britanie a fost printre primele state care au instituit reglementări specifice pentru activitățile de crowdfunding. Astfel, organismul de reglementare și supraveghere a activităților de crowdfunding din Marea Britanie este Autoritatea de conduită financiară (FCA)¹⁰⁵ care a adoptat regulamente adaptate acestui domeniu. FCA¹⁰⁶ a definit crowdfunding-ul ca un termen generic pentru a denumi diferite „categorii” de activități financiare, unele dintre ele reglementate în timp ce altele nu.

Definiția generală a crowdfunding-ul dată de FCA este că acesta reprezintă „un model de afaceri bazat pe internet [...] în care persoane fizice și societăți (inclusiv start-up-uri) pot încerca să strângă bani de la public, pentru sprijinirea unei afaceri, proiect, campanie sau individual „(FCA 2016A). Acest termen larg include patru sub-categorii:

⁹⁶ <http://crowdfundingreport.telecomitalia.com/#2slide>

⁹⁷ <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/12/18/012G0244/sg>

⁹⁸ <http://www.starsup.it/normativa>

⁹⁹ <http://www.codice231.com/>

¹⁰⁰ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A52013DC0614>

¹⁰¹ <https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>

¹⁰² https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-americas-alternative-finance-benchmarking-report.pdf

¹⁰³ https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/harnessing-potential.pdf

¹⁰⁴ <http://blog.particeep.com/en/uk-crowdfunding-regulation-market-information/>

¹⁰⁵ <https://www.fca.org.uk/>

¹⁰⁶ <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>

- crowdfunding pe bază de donație: persoanele fizice oferă bani pentru companii sau organizații ale căror activități doresc să le sprijine.

- crowdfunding bazat pe pre-plată sau recompense: persoanele fizice oferă bani în schimbul unei recompense, sau unui produs ori servicii (cum ar fi bilete la concerte, un joc de calculator, produse inovatoare).

- crowdfunding pe bază de împrumut: cunoscut și ca „creditare peer-to-peer,” în cazul în care consumatorii împrumută bani în schimbul plăților de dobânzi și obțin o rambursare de capital de-a lungul timpului.

- crowdfunding bazat pe investiții financiare: consumatorii investesc direct sau indirect în afaceri prin cumpărarea de acțiuni sau obligațiuni (FCA 2016A).

Primele două categorii sunt scutite de supravegherea reglementată de FCA¹⁰⁷, având în vedere că oferirea de fonduri este făcută pentru scopuri caritabile și fără recompensă. Ultimele două categorii sunt monitorizate și supravegheate de FCA, drept activități tranzacționale ce presupun finanțări alternative.

Astfel cum menționam, piața financiară alternativă este reglementată de FCA de la 1 aprilie 2014. Aceasta este în principal axată pe următoarele două tipuri de crowdfunding: crowdfunding pe bază de împrumut și crowdfunding bazat pe investiții.

Normele finale emise de FCA/ 8 PS16108: pentru clienții activi pe platforme de crowdfunding bazate pe împrumut, și Finanțe inovatoare ISA și activitatea reglementată de avizare de acorduri de tip peer-to-peer „(FCA 2016i) au fost implementate ca politică oficială în domeniu.

În acest sens, pentru crowdfunding-ul pe bază de împrumuturi s-a stabilit că platformele crowdfunding sunt platforme prin care se pot împrumuta bani de la persoane fizice sau juridice, în speranța obținerii unor câștiguri financiare sub formă de dobânzi și rambursarea capitalului (aceasta exclude unele împrumuturi business-to-business).

Următoarele reguli se aplică crowdfunding-ului pe bază de împrumut:

- Este necesar un capital minim pentru operatorul platformei, fie să aibă un procent din volumul de fonduri împrumutate (minim fix de 50.000 £ până în aprilie 2016 a fost de 20000 £ lire sterline);

- Investitorul și / sau debitorul trebuie să acționeze ca o asocierie de 2 sau 3 persoane care pot și persoane juridice, sau un organism fără personalitate juridică ce reprezintă în întregime interese corporative și nu reprezintă un parteneriat;

- companiile să nu fie incluse în schema de compensare a serviciilor financiare (FSCS). Cu toate acestea, compania va putea obține banii în calitate de administrator însă aceste sume trebuie să fie păstrate în conformitate cu regulile pentru clienți instituite de FCA;

- Informațiile despre platforma trebuie să fie făcute publice și prin publicitate, astfel încât clienții să cunoască domeniul de activitate;

- Platformele trebuie să aibă un sediu social, astfel că rambursările de credit să fie gestionate/ să continue chiar dacă platforma online intră în dificultate;

- Orice promoții (cum ar fi, publicitatea on-line sau difuzarea) trebuie să fie legale și să nu inducă în eroare publicul și, dacă este inadecvată, poate fi interzisă de FCA;

- Orice comparație între o rată a dobânzii la împrumuturile peer-to-peer cu rata pentru dobânzile de cont la conturile de economii regulate trebuie să fie corectă, clară și să nu inducă în eroare.

¹⁰⁷ <https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-2-interim-report.pdf>

¹⁰⁸ <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps16-08.pdf>

Referitor la crowdfunding-ul bazat pe investiții trebuie subliniat că la aceste platformele de crowdfunding consumatorii pot investi în acțiuni sau titluri de valoare.

- Pe piața de retail, firmele pot promova pe platforma lor doar:
 - investitori sofisticati, investitori importanți, clienți care se ocupă de vânzări cu amănuntul și care pot primi servicii de consultanță de investiții sau de administrare a investițiilor reglementate de la o persoană autorizată;
 - Clienții care vor să ateste că nu vor investi mai mult de 10% din portofoliul lor (adică excluzând reședința primară, pensiile și acoperirea de viață) în acțiuni necotate sau titluri de creanță nelistate.
 - Pentru clienții fără consultanță, firmele trebuie să efectueze o evaluare înainte de a le permite să investească prin intermediul platformei.
 - În plus, cele mai multe platforme pot furniza și alte informații pe care le oferă (cum ar fi un rating de atribuire „investiție a săptămânii“). În cazul în care o face, firma va trebui să solicite permisiunea FCA pentru consilierea investițiilor.

SPANIA

În Spania, există 3 tipuri de crowdfunding:

1. Modelul de creditare - în cadrul acestui model, o persoană fizică/juridică oferă bani cu titlu de împrumut pentru un proiect de afaceri și urmărește să-și recupereze banii. Acest tip de crowdfunding implică un interes financiar, astfel încât participanții doresc să obțină mai mult decât ceea ce au plătit. De asemenea, acest tip de crowdfunding poate include plata unei sume de bani pentru a cumpăra un produs care nu a început să fie vândut. Acest fapt mai este cunoscut ca modelul de creditare pre-vânzare.

Tot acest model are la bază creditarea între persoane fizice. Platforma de crowdfunding¹⁰⁹ nu este o platformă de crowdfunding în sens formal¹¹⁰, aceasta fiind concepută ca un intermediar financiar.

Aceste platforme de crowdfunding¹¹¹ sunt reglementate de Legea nr.5/2015¹¹² (legea cadru în materie¹¹³) și Legea 2/2009 pentru reglementarea contractelor vizând creditele de consum sau serviciilor ipotecare și de brokeraj realizate pentru încheierea contractelor de împrumut sau de credit¹¹⁴. Înainte de a desfășura afaceri în aceste domenii, companiile trebuie să se înregistreze în registrul local și regional.

2. Modelul capitalului propriu¹¹⁵ - acest model se bazează pe „conturi comune” reglementate de Codul Comercial spaniol, art.239 la 243¹¹⁶ care implică o formă de cooperare între persoane fizice și companii¹¹⁷; prin intermediul unui cont un participant contribuie cu o sumă de bani pentru a desfășura o activitate, comerț sau de afaceri iar aceasta prin această participare acceptă direcția exclusivă a

¹⁰⁹ http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf

¹¹⁰ <http://www.triasdebesvidalquadrass.com/en/news/crowdfunding-la-regulacion-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa-pfp>

¹¹¹ <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5530508.pdf>

¹¹² <http://www.velascolawyers.com/en/company-law/crowd-funding-legislation-in-spain.html>

¹¹³ http://www.yuferaabogados.com/content/news/crowdfunding_6890.pdf

¹¹⁴ <https://www.cgap.org/sites/default/files/CGAP-Consumer-Protection-Laws-and-Regulations-in-Deposit-and-Loan-Services-Jan-2011.pdf>

¹¹⁵ <https://www.crowdcube.com/explore/2017/04/20/a-market-update-on-equity-crowdfunding-in-spain>

¹¹⁶ http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/ccom.l2t2.html

¹¹⁷ <https://practico-sociedades.es/vid/contrato-cuentas-participacion-77953376>

operațiunii sau a activității impusă de managementul societății devenind participanți la profit sau pierderi în procentul / proporția convenită.

Acest model asigură un mecanism unic de stabilire a unui instrument de finanțare colectivă. Acesta poate fi formalizat on-line, nu are nevoie de formalități și permite public încheierea de acorduri între părțile participante.

Există și o alternativă la modelul conturilor comune respectiv posibilitatea ca platformele să acționeze printr-un intermediar financiar sau investitor și proiectul poate utiliza instrumente financiare oferite pentru rentabilitatea investiției.

Aceste platforme intră, în general, în domeniul de aplicare al Directivei privind piețele de instrumente financiare 2004/39/CE („MiFID”¹¹⁸). În mod alternativ, platformele de atragere de capital intră sub incidența domeniului de aplicare al Decretului Regal nr.217/2008 cu privire la conduita persoanelor juridice care oferă servicii de investiții și alte entități care furnizează servicii de investiții¹¹⁹ și parțial a dispozițiilor Legii nr.35/2003 privind schemele colective de investiții¹²⁰, aprobată prin Decretul Regal 1309/2005.

Ca o chestiune de practică, platformele de crowdfunding spaniole operează în afara monitorizării de către Autoritatea de supraveghere în domeniu - CNMV¹²¹ sau Banca Spaniei.

3. Modelul de Donații și Recompense - conform acestui model, persoanele fizice oferă sume de bani pentru un proiect, iar proiectul oferă „recompense”. Recompensele pot fi de orice tip: merchandising/promovarea unui film, utilizarea unui anumit serviciu, confirmarea participării la evenimente locale, etc. Acest tip de este modelul cel mai comun de crowdfunding din Spania¹²². Modelul se bazează pe donații /donatori, iar platformele colectează aceste donații fără acordarea de recompense sau returnarea banilor. Nu este implicată nicio solicitare de investiții sau prognoză de rentabilitate financiară.

În concluzie, nu se poate pretinde ca multifinanțarea să rezolve singură în totalitate diversele probleme legate de accesul la finanțare.

Totuși, crowdfunding-ul oferă numeroase avantaje pentru o gamă largă de grupuri de utilizatori și reprezintă o sursă promițătoare de finanțare pentru multe tipuri de actori care nu găsesc soluții pe măsura nevoilor lor de finanțare¹²³.

De asemenea, la nivel european poate fi acordat un sprijin posibilității de a utiliza fonduri publice coinvestite cu fonduri private obținute prin intermediul finanțării participative/multifinanțării, cu condiția să se respecte normele în domeniul ajutoarelor de stat și condițiile juridice ale transparenței și responsabilității în ceea ce privește utilizarea fondurilor publice.

¹¹⁸ <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

¹¹⁹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A62011CJ0604>

¹²⁰ <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331>

¹²¹ <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx?lang=en>

¹²² <http://www.crowdfundingshub.eu/current-state-crowdfunding-spain/>

¹²³ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0172>

BIBLIOGRAFIE

- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=EN>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:02014L0065-20160701&from=RO>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0048>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0087>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0047>
- <http://lege5.ro/Gratuit/gy3dgnjthe/directiva-nr-34-2001-privind-admiterea-valorilor-mobiliare-la-cota-oficiala-a-unei-burse-de-valori-si-informatiile-care-trebuie-publicate-cu-privire-la-aceste-valori-mobiliare&d=2017-04-08>
- <https://cristidanilet.ro/continut/adr/ue/343-recomandarea-comisiei-din-30-martie-1998-cu-privire-la-principiile-aplicabile-organelor-responsabile-pentru-soluionarea-extrajudiciar-a-litigiilor-consumatorilor>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX:02010L0078-20110104>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32005L0060>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>
- <http://publications.europa.eu/ro/publication-detail/-/publication/8614591e-a2a0-43ea-bc57-ac5617e02509/language-ro>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=EN>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:02014L0065-20160701&from=RO>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0048>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0087>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A32002L0092>
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32002L0047>

<http://lege5.ro/Gratuit/gy3dgnjthe/directiva-nr-34-2001-privind-admiterea-valorilor-mobiliare-la-cota-oficiala-a-unei-burse-de-valori-si-informatiile-care-trebuie-publicate-cu-privire-la-aceste-valori-mobiliare&d=2017-04-08>

<https://cristidanilet.ro/continut/adr/ue/343-recomandarea-comisiei-din-30-martie-1998-cu-privire-la-principiile-aplicabile-organelor-responsabile-pentru-soluionarea-extrajudiciar-a-litigiilor-consumatorilor>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX:02010L0078-20110104>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/ALL/?uri=CELEX%3A32005L0060>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress_en

<https://docmia.com/d/321583>

<http://docplayer.net/18225390-Commission-staff-working-document-crowdfunding-in-the-eu-capital-markets-union.html>

<http://www.consob.it/>

http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393

<https://www.artus.at/blog/alternativfinanzierungsgesetz>

https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2628249

<https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/legal/capital-market-act.pdf>

http://www.bindergrössswang.at/fileadmin/Inhalte/Publikationen/Fachbeitrag/2012/2012-04_PLG_Guide_Capital_Markets_Austria.pdf

<http://www.stibbe.com/en/news/2013/october/belgium-updates-its-legislation-on-collective-investment-schemes>

<http://www.fsma.be/en/About%20FSMA/wg/wetteksten/wetgeving.aspx>

<https://www.ing.be/static/legacy/SiteCollectionDocuments/SrtfiNewEN.pdf>

<http://www.fsc.bg/en/>

<http://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/bulgarfi.pdf>

http://www.bnb.bg/bnbweb/groups/public/documents/bnb_law/laws_marketsfinancinstr_en.pdf

http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/obchodnici_s_cp_in_v_zprostredkovatele/pravni_predpisy.html

http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/comparative_survey_en.pdf

<https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=57888&nr=256~2F2004&rp=15#local-content>

https://finanstilsynet.dk/upload/Finanstilsynet/Mediafiles/newdoc/Acts/CAct214_020408_new.pdf

<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120748>

http://www.amf-france.org/en_US/Reglementation/Reglement-general-et-instructions/RG-mode-d-emploi.html

<https://circabc.europa.eu/sd/a/82c5780b-e2cf-4a42-a0fe-7a13e3eee793/Autorit%25c3%25a9%20des%20March%25c3%25a9s%20financier s%252c%20AMF.pdf>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004R0809-20130828&from=EN>

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/fin dag_aktuell_en.html?nn=8236218

https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/___31.html

https://www.gesetze-im-internet.de/wppg/___3.html

http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm#Article _61

<http://www.lithuanialaw.com/lithuanian-law-on-securities-501>

<http://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/lithfm.pdf>

<http://www.fktk.lv/en/law/financial-instruments-market/laws/4310-2011-06-14-law-on-the-financial-ins.html>

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/contents/enacted>

<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>

<https://www.fca.org.uk/>

[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-501-1908?__lrTS=20170421083009228&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-501-1908?__lrTS=20170421083009228&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Accounting-and-Reporting-Policy/Accounting-Standards-and-Statements-issued-by-the/UK-Financial-Instruments-Standards.aspx>

https://www.nautadutilh.com/siteassets/documents/01_01_05_the-netherlands-regulatory-structure_pors_a.pdf.pdf

[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-617-1010?__lrTS=20170421072745171&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-617-1010?__lrTS=20170421072745171&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)

https://www.knf.gov.pl/en/Images/o_ofercie_en_aktualizacja_2010_tcm81-27608.pdf

https://www.knf.gov.pl/en/Images/ustawa_o_obrocie_aktualizacja_2011_tcm81-26532.pdf

<https://www.brkfinancialgroup.ro/operatiuni-corporate/operatiuni-emitenti.html>

http://www.dreptonline.ro/legislatie/lege_piata_de_capital.php

<http://www.icerp.ro/fise/actionariat/03-25-2015-Regulament-nr-3.pdf>

<http://lege5.ro/Gratuit/ge2tinzugm2a/legea-nr-24-2017-privind-emitentii-de-instrumente-financiare-si-operatiuni-de-piata>

http://www.cnmv.es/english/Legislacion/Legislacion/leyes/refunley1a_e.htm

https://www.cnmv.es/docportal/legislacion/leymercado/LMV_May2012_EN.pdf

<http://edufin.asfromania.ro/index.php/abc-ul-investitorului/produse-financiare-inovative/33-multifinantarea-crowdfunding>

<http://www.manager.ro/articole/economie-139/analiza-o-istorie-a-multifinantarii-57713.html>

COM(2013) 150 final, 25.3.2013. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-274_ro.htm

http://ec.europa.eu/finance/securities/egesc/index_en.htm.

Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, COM(2014) 172 final, 27.3.2014

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment_en

<http://www.cdep.ro/proiecte/2015/800/00/1/se1008.pdf>

http://www.cdep.ro/pls/proiecte/upl_pck2015.proiect?cam=2&idp=14923

<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>

<http://eurocrowd.org/>

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-study-executive-summary-30092015_en.pdf

http://www.osborneclarke.com/media/filer_public/51/b3/51b3007b-73aa-4b9a-a19d-380fc1d6ff35/regulation_of_crowdfunding_ecn_oc.pdf

<https://epub.ub.uni-muenchen.de/20975/>

<http://www.consob.it/>

<http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>

http://www.consob.it/main/intermediari/cf_gestori/index.html

<https://www.crowdfundinsider.com/2016/07/88046-case-regulatory-evolution-review-uk-financial-conduct-authoritys-approach-crowdfunding/>

<https://www.ft.com/content/e9d998c2-ee93-11e4-88e3-00144feab7de>

<https://www.harpermacleod.co.uk/hm-insights/2016/july/fca-announces-review-of-crowdfunding-regulation/>

<https://www.forbes.com/sites/goncalodevasconcelos/2014/08/08/top-5-things-you-should-know-about-equity-crowdfunding-platforms/#3bef9664f4be>

<https://www.iosco.org/>

http://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2012-12-18&atto.codiceRedazionale=12A13277

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/03/25/15G00048/sg>

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029008408&categorieLien=id>

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029463569&fastPos=1&fastReqId=1354107622&categorieLien=cid&oldAction=rechTexte>

<http://www.eubelius.com/fr/printpdf/7170>

http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/loi_a1.pl?language=fr&tri=dd%20AS%20RANK&value=&table_name=loi&cn=2014042508&caller=image_a1&fromtab=loi&la=F

<http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>

<http://crowdfundingreport.telecomitalia.com/#2slide>

<http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/12/18/012G0244/sg>

<http://www.starsup.it/normativa>

<http://www.codice231.com/>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A52013DC0614>

<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>

https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-americas-alternative-finance-benchmarking-report.pdf

https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/harnessing-potential.pdf

<http://blog.particeep.com/en/uk-crowdfunding-regulation-market-information/>

<https://www.fca.org.uk/>

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>

<https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-2-interim-report.pdf>

<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps16-08.pdf>

http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2015/07/zunzunegui-wp-3_2015-regimen-juridico-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa.pdf

<http://www.triasdebesvidalquadrass.com/en/news/crowdfunding-la-regulacion-de-las-plataformas-de-financiacion-participativa-pfp>

<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5530508.pdf>

<http://www.velascolawyers.com/en/company-law/crowd-funding-legislation-in-spain.html>

http://www.yuferaabogados.com/content/news/crowdfunding_6890.pdf

<https://www.cgap.org/sites/default/files/CGAP-Consumer-Protection-Laws-and-Regulations-in-Deposit-and-Loan-Services-Jan-2011.pdf>

<https://www.crowdcube.com/explore/2017/04/20/a-market-update-on-equity-crowdfunding-in-spain>

http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/ccom.l2t2.html

<https://practico-sociedades.es/vid/contrato-cuentas-participacion-77953376>

<https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A62011CJ0604>

<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331>

<https://www.cnmv.es/portal/home.aspx?lang=en>

<http://www.crowdfundinghub.eu/current-state-crowdfunding-spain/>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/RO/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0172>