

EXPUNERE DE MOTIVE

Adoptarea în regim de urgență a actului normativ privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate s-a impus datorită următoarelor considerente:

- **legislația actuală specifică pieței de capital a fost elaborată înainte de a se crea principalele segmente ale acesteia:** bursa de valori, piața RASDAQ, piața fondurilor de investiții;
- se manifestă **disfuncționalități în aplicarea legilor**, care nu mai corespund în bună măsură, realităților și care nu sunt suficient corelate cu alte legi, de exemplu: Legea societăților comerciale, Legea privatizării societăților comerciale etc.;
- legislația actuală **nu răspunde cerințelor de protecție a acționarilor**;
- caracterul permisiv și ambiguitatea în aplicarea legislației existente generează **efecte nefavorabile pentru acționari**;
- **necesitatea de armonizare cu directivele Uniunii Europene** privind piața de capital.

Având în vedere angajamentele asumate de România prin Programul Național de Aderare a României la Uniunea Europeană (PNAR 2001) și la sesizarea Ministerului Integrării Europene privind depășirea termenelor stabilite (octombrie și respectiv, decembrie 2001), la Capitolul IV.3 "Libera circulație a serviciilor" și IV.4 "Libera circulație a capitalurilor", este necesară adoptarea în regim de urgență a actelor normative corespunzătoare acestora, privind piața de capital.

Menționăm că în cadrul negocierii privind capitolele IV.3 și IV.4 s-a obținut amânarea termenelor pentru martie 2002.

În elaborarea acestei ordonanțe s-a ținut cont de recomandările și principiile Organizației Europene pentru Comerț și Dezvoltare(OECD) privind guvernanta corporativă, adică:

- protecția drepturilor acționarilor și tratamentul egal al acestora, inclusiv al acționarilor minoritari, precum și al investitorilor străini de portofoliu;
- asigurarea transparenței activităților instituțiilor și operatorilor din piața de capital prin furnizarea de informații și accesul necesar și suficient la acestea;
- impunerea auditării emitenților de valori mobiliare și prezentarea publică a rezultatelor acestuia;
- obligarea tuturor emitenților și operatorilor din piața de capital de a raporta și a se supune controlului CNVM.

Paralel cu alinierea la principiile OECD s-a urmărit implementarea normelor și recomandărilor Organizației Internaționale a Comisiilor de Valori Mobiliare(IOSCO), precum și adaptarea la legislația țărilor din Uniunea Europeană.

În elaborarea ordonanței s-a ținut seama de recomandările și directivele Comisiei Uniunii Europene, după cum se prezintă în cele ce urmează:

Obiectivul **Recomandării Comisiei 77/534/CEE, privind codul de conduită european în domeniul tranzacțiilor cu valori mobiliare**, este stabilirea unor standarde comune de etică comportamentală în vederea asigurării unei funcționări corecte a pieței de capital cu

protejarea interesului general. Cele 6 principii generale și 18 principii suplimentare ale sale se referă în principal la exigențele și interdicțiile privind transparența și calitatea informației, manipularea pieței, gestionarea conflictului de interese, egalitatea de tratament a investitorilor, secretul profesional și regulile de operare pentru societățile de servicii de investiții financiare.

Transpunerea Recomandării 77/534/CEE, era deja asigurată, în parte, de legislația în vigoare. Ordonanța asigură o sistematizare și o completare a acestui efort de armonizare, principiile subliniate în cadrul acestui act reflectându-se la nivelul titlurilor și secțiunilor privind piețele reglementate, protecția investitorilor, operațiunile pe piețele reglementate și societățile de servicii de investiții financiare.

Recomandarea Comisiei 77/534/CEE	OUG privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate
Principiul 6	Art. 153 alin.(2)
Principiile 7 și 2	Art. 130, 153 alin.(1) și art. 155
Principiul 9	Art.133
Principiul 12	Art. 125 și 122 din proiect
Principiul 15	Egalitatea de tratament
Principiul 14	Obligativitatea publicării prospectului
Principiul 17	Art.127

Directiva 34/2001, privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei și informațiile ce trebuie publicate cu privire la valorile mobiliare respective, urmărește în principal **coordonarea modului de reglementare a condițiilor de listare a valorilor mobiliare** la bursa de valori, asigurarea recunoașterii reciproce a prospectelor pe baza cărora s-a decis listarea, precum și a informării corecte a investitorilor.

Directiva 34/2001	OUG privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate
Secțiunea 4	Art. 72
Secțiunea 5.3	Art. 38 alin.(2)
Art 39 și 41	Art. 77
Art. 43	Art. 40
art. 43alin.(2) și art. 48 alin.(3)	Art. 40 alin.(2)
Art 68	Art. 122
Art 89	Art. 127
Art 71-74	Art. 121, 124, 125 și 126

Directiva 93/22/CEE asupra serviciilor de investiții în domeniul valorilor mobiliare urmărește în principal **stimularea liberei circulații a serviciilor de investiții financiare cu protejarea investitorilor** în acest cadru și asigurarea transparenței tranzacțiilor și a unei concurențe corecte.

În vederea armonizării acestei directive s-au introdus numeroase **concepte și instituții noi** în raport cu cadrul legislativ anterior care, în mod concret, se reflectă în ordonanță prin introducerea sau completarea reglementării unor noțiuni sau instituții precum: "piața reglementată", "societăți de servicii de investiții financiare", "servicii de investiții financiare", "instrumente financiare", "valori mobiliare", etc.

Directiva 93/22/CEE	OUG privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate
Art. 14	Art. 158 și 159
Art. 11	Art. 153

Scopul **Directivei 93/6/CEE, privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit**, este asigurarea protecției investitorilor prin instituirea unor **plafoane minime de respectat** de către societățile de servicii de investiții financiare **în ceea ce privește capitalurile proprii**. Directiva admite că aceste plafoane obligatorii pot varia în funcție de riscurile pe care și le asumă o astfel de societate.

Directiva 93/6/CEE	OUG privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate
Art. 8	Art. 154

Directiva 89/592/CEE privind reglementările asupra "insider dealing" urmărește **combaterea operațiilor pe piața de capital bazate pe informații care nu sunt accesibile publicului** și care, în consecință, sunt susceptibile să acorde deținătorului un avantaj incorect față de alți investitori.

Armonizarea acestei directive s-a urmărit prin introducerea articolelor 132 și 133 în cadrul Secțiunii: "Interzicerea manipulării pieței și a tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate".

Directiva 97/9/CEE, asupra schemelor de compensare a investitorilor, urmărește **asigurarea unui nivel de protecție pentru micii investitori** prezenți pe piața de capital în cazul în care un intermediar nu își poate îndeplini obligațiile față de aceștia. Pentru aceasta, directiva prevede obligativitatea înființării unor **scheme de compensare** care să acopere până la un anumit plafon pierderile survenite în astfel de circumstanțe.

Directiva 97/9/CEE	OUG privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate
Art. 2.1	Art. 142
Art. 2.2	Art. 143
Art. 4. alin. (2)	se va emite regulament de către CNVM

Principalul obiectiv al **Directivei 89/298/CEE, asupra cerințelor privind redactarea, verificarea și distribuirea prospectului ce trebuie publicat dacă sunt oferite publicului valori mobiliare transferabile**, este **asigurarea protecției investitorilor prin accesul la o informație corespunzătoare** cu privire la valorile mobiliare în care se investește. Pentru aceasta, directiva instituie obligativitatea publicării unui prospect cu respectarea unui anumit conținut informațional minimal în ceea ce privește valorile mobiliare care sunt oferite pentru prima dată publicului. Directiva prevede, de asemenea, cadrul normativ pentru recunoașterea reciprocă a prospectelor.

Directiva 89/298/CEE	OUG privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate
Art. 2 (I)	respectare prin eliminare din legislație
Art. 4	Art. 65
Articolele 9, 10.1, 10.3 și 10.4	Art 67 alin.(3) și art. 69
Art. 18	Art. 71
Art. 4	Art. 65 alineatele (2) și (3)
Secțiunea V	Art. 77

Actele normative comunitare luate în considerare la elaborarea ordonanței sunt:

- Recomandarea 77/534/CEE privind codul de conduită european în domeniul tranzacțiilor cu valori mobiliare;
- Directiva 79/279/CEE asupra condițiilor de admitere a valorilor mobiliare la cota oficială a bursei-(abrogată);
- Directiva 80/390/CEE asupra cerințelor de redactare, verificare și distribuire a informațiilor necesare listării ce trebuie publicate pentru admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei-(abrogată);
- Directiva 82/121/CEE privind informațiile pe care companiile, ale căror acțiuni au fost admise la cota oficială a bursei, trebuie să le publice în mod regulat-(abrogată);
- Directiva 82/148/CEE care amendează Directiva 79/279/EEC asupra condițiilor de admitere a valorilor mobiliare la cota oficială a burselor de valori și Directiva 80/390/CEE care coordonează cerințele de redactare, verificare și distribuire a informațiilor necesare listării ce trebuie publicate pentru admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei-(abrogată);
- Directiva 85/611/CEE asupra coordonării legilor, regulamentelor și dispozițiilor administrative privind UCITS modificată de Directiva 85/612/CEE, Directiva 88/220/EEC, Directiva 95/26/EC și Directiva 2000/64/EC;
- Directiva 85/612/CEE privind cel de-al doilea subparagraf al Art.25(1) al Directivei 85/611/CEE;
- Directiva 87/345/CEE care amendează Directiva 80/390/CEE, Directiva 80/390/CEE care coordonează cerințele de redactare, verificare și distribuire a informațiilor necesarea listării ce trebuie publicate pentru admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei-(abrogată);
- Directiva 88/220/CEE privind modificarea Directivei 85/611/CEE;
- Directiva 88/627/CEE asupra informațiilor ce trebuie publicate în cazul achiziționării sau vinderii unei dețineri semnificative din capitalul unei companii listate-(abrogată);
- Directiva 89/298/CEE asupra cerințelor privind redactarea, verificarea și distribuirea prospectului ce trebuie publicat dacă sunt oferite publicului valori mobiliare transferabile;
- Directiva 89/592/CEE ce coordonează reglementările asupra "insider dealing";
- Directiva 90/211/CEE care amendează Directiva 80/390/CEE în privința recunoașterii reciproce a prospectelor de ofertă publice pentru listare-(abrogată);
- Directiva 93/6/CEE privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit modificată de Directiva 98/31/EC și Directiva 98/33/EC;
- Directiva 93/22/CEE asupra serviciilor de investiții în domeniul valorilor mobiliare modificata de Directiva 95/26/EC, Directiva 97/9/EC și Directiva 2000/64/EC;
- Directiva 94/18/CEE care amendează Directiva 80/390/CEE asupra cerințelor de redactare, verificare și distribuire a informațiilor necesare listării ce trebuie publicate pentru admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei -(abrogată);
- Directiva 95/26/CEE care amendează Directiva 93/22CEE în domeniul firmelor de investiții și Directiva 85/611/CEE în domeniul companiilor de investiții colective în domeniul valorilor mobiliare în scopul întăririi supravegherii prudențiale modificata de Directiva 2000/12/EC și Directiva 2000/28/EC;
- Directiva 97/9CEE asupra schemelor de compensare a investitorilor modificata de Directiva 2000/12/EC din 20 martie 2000;
- Directiva 98/31/EC care amendează Directiva 93/6/EEC privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit;
- Directiva 98/33/EC care amendează Directiva 93/6/EEC privind adecvarea capitalului firmelor de investiții și instituțiilor de credit;

- Directiva 2000/12/EC a Parlamentului European si a Consilului din 20 martie 2000 privind începerea si desfășurarea activității instituțiilor de credit modificata de Directiva 2000/28/EC;
- Directiva 2000/28/EC a Parlamentului European si a Consilului din 18 Septembrie 2000 ce modifică Directiva 2000/12/EC privind începerea si desfășurarea activității instituțiilor de credit;
- Directiva 2000/64 care amendează Directivele 85/611/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC și 93/22/EEC privind schimbul de informații cu statele terțe;
- Directiva 2001/34/EC din 28 mai 2001 privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a bursei și privind informațiile ce trebuie publicate cu privire la valorile mobiliare respective;
- Directiva 98/26/CEE a Parlamentului si Consilului European din 19 mai 1998 privind finalitatea decontării in sistemele de decontare a plăților si valorilor mobiliare.

În consecință, la redactarea ordonanței de urgență s-au avut în vedere toate prevederile privind legislația comunitară referitoare la piața de capital inclusiv prin adoptarea și includerea în legislația internă a dispozițiilor cuprinse în directivele Uniunii Europene. Totodată, menționăm că prin ordonanță **s-a îndeplinit și prevederea din Programul Național de Aderare a României la Uniunea Europeana (PNAR), ediția 2001**, privind respectarea legislației comunitare în domeniu. Conform PNAR, prin pachetul legislativ de reglementare a piețelor de capital s-a prevăzut transpunerea a 19 acte normative comunitare (18 acte din cadrul capitolului 3 de negociere "Libera circulație a serviciilor" și un act din cadrul capitolului 4 de negociere "Libera circulație a capitalurilor", acte prezentate în anexă). În plus, pe lângă acestea, în procesul de elaborare a proiectului ordonanței de urgență propus **au fost luate în considerare toate modificările actelor normative comunitare care nu fuseseră incluse în PNAR, ediția 2001**, inclusiv cele care au apărut după data elaborării sale.

Ordonanța în prima parte dezvoltă definițiile în materie existente si reglementează regimul juridic privind înființarea și funcționarea burselor de valori.

În cuprinsul titlului referitor la operațiuni pe piețele reglementate sunt incluse prevederi referitoare la operațiunile în marjă și cu drepturi de preferință, operațiuni cu instrumente financiare derivate, **iar reglementarea ofertelor publice de vânzare și cumpărare s-a actualizat la standardele internaționale.**

În scopul facilitării creării unei piețe secundare a titlurilor de stat, ordonanța prevede ca acestea să fie listate automat la o bursă de valori prin simpla prezentare a prospectului de emisiune, fără îndeplinirea nici unei alte condiții suplimentare.

Ordonanța prevede expres, cu caracter de principiu și rezolvând astfel una dintre carențele reglementărilor existente că **toate operațiunile având ca obiect instrumente financiare emise de societăți deținute public se vor desfășura doar pe piețele reglementate** și prin intermediul societăților de servicii de investiții financiare autorizate de CNVM.

În ordonanță se precizează în mod expres cazurile obligatorii de suspendare de la tranzacționare. La aceste cazuri se adaugă situația în care piața reglementată poate suspenda tranzacționarea unor instrumente financiare datorită imposibilității menținerii unei piețe ordonate pentru instrumentele respective.

Ca o modalitate de **creștere a lichidității** și atractivității piețelor reglementate, în proiect se propune introducerea tranzacționării drepturilor de preferință, a operațiunilor în marjă și a tranzacțiilor cu instrumente derivate. Reglementarea trasează câteva principii de bază care vor fi dezvoltate prin norme ale CNVM și prin regulamentele pieței reglementate pe care se vor tranzacționa.

Reglementarea ofertei publice a fost regândită în sensul precizării cadrului juridic comun și principiilor aplicabile atât ofertei de vânzare cât și ofertei de cumpărare cu privire la

necesitatea autorizării, prospect și anunț publicitar, termen de valabilitate și procedură de derulare, responsabilitatea juridică pentru pregătirea și derularea ofertei.

În plus au fost introduse **norme de reglementare a ofertei internaționale** (oferte de valori mobiliare străine efectuate în România și oferte de valori mobiliare emise pe piețe internaționale de entități românești). Cadrul juridic comun ofertelor publice a fost dezvoltat cu norme specifice fiecărui tip de ofertă.

Necesitatea protejării securității tranzacțiilor efectuate pe piața de capital a impus reglementarea efectelor deschiderii procedurii falimentului asupra operațiunilor deja efectuate. Au fost prevăzute câteva derogări de la regulile prevăzute de Legea 64/1995 în ceea ce privește suspendarea efectelor contractelor datorită inițierii procedurii falimentului, respectiv în ceea ce privește posibilitatea denunțării anumitor contracte de către lichidator.

În capitolul referitor la **protecția investitorilor** s-au sistematizat unele **principii privind guvernarea corporativă**. Astfel, au fost prevăzute norme la nivel de principiu care să ghideze comportamentul investitorilor și să asigure exercitarea cu bună credință a drepturilor derivate din calitatea de acționar, au fost dezvoltate prevederile care asigură transparența și accesul tuturor investitorilor la informație certă și necesară luării deciziei investiționale, au fost precizate și incriminate actele de manipulare a pieței și au fost interzise tranzacțiile bazate pe informații privilegiate, a fost reglementată posibilitatea ieșirii acționarilor minoritari din societate în cazul concentrării excesive a puterii acționarilor majoritari, au fost prevăzute cazurile de transformare a unei societăți deținute public în societate de tip închis.

Ordonanța reglementează aspecte privind societățile comerciale deținute public, privind **creșterea transparenței piețelor reglementate**, precum și privind **interzicerea manipulării pieței** și a tranzacțiilor bazate pe informații confidențiale.

Un loc important în ordonanță este afectat prevederilor referitoare la oferta publică obligatorie, prevederi care să permită acționarilor minoritari vânzarea acțiunilor prin mecanismele unei oferte publice de cumpărare în cazul în care o entitate intenționează achiziționarea unei poziții de control sau majoritare. Este foarte important de menționat că reglementarea unor asemenea obligații de lansare a unei oferte publice nu are un caracter sancționator la adresa entității care încearcă preluarea unor pachete importante de acțiuni, dar garantează acționarilor minoritari ieșirea dintr-o societate a cărei politică s-ar putea schimba datorită noului acționar majoritar. O completare foarte importantă este prevederea unui mecanism de calcul al unui preț minim în asemenea ofertă. În lipsa unui asemenea mecanism, nu se putea acorda acționarilor un drept real de ieșire din societate, prin derularea formală a unei oferte publice de cumpărare la un preț de ofertă neatractiv. Ordonanța de urgență exceptează de la obligativitatea lansării unei oferte publice situațiile în care poziția de control sau majoritară a fost obținută ca urmare a unor situații de interes public: procesul de privatizare, executarea creanțelor bugetare sau finalizarea procedurii falimentului.

Având în vedere necesitatea aplicării unor **reguli mai restrictive societăților deținute public față de societățile de tip închis**, ordonanța prevede trei mecanisme de transformare a unei societăți deținute public în societate de tip închis: în mod automat, când a fost derulată o ofertă publică de cumpărare în scopul expres menționat de transformare în societate închisă, finalizată în mod cumulativ cu deținerea de către un acționar majoritar a cel puțin 90% din capitalul social respectiv cu scăderea numărului de acționari sub 100; în mod automat, dacă societatea se află în proces de dizolvare voluntară sau ca urmare a procedurii falimentului; în mod facultativ, la decizia acționarilor, în situația scăderii capitalului social și al numărului de acționari sub anumite praguri.

În cazul în care s-a ajuns la o concentrare semnificativă în lipsa unei oferte publice, limitând astfel capacitatea acționarilor de a-și vinde liber acțiunile pe o piață organizată,

ordonanța de urgență propune obligația acționarului majoritar de lansare a unei oferte publice de cumpărare a acțiunilor rămase pe piață. S-a ales pragul de 90% deoarece el creează o prezumție de concentrare de acțiuni care are ca efect restrângerea unei piețe organizate a acelor acțiuni. De aceea, obligativitatea de a face o ofertă publică în urma atingerii unei asemenea poziții încetează dacă: se face dovada că o piață organizată poate fi menținută și în baza celor 10% acțiuni rămase sau acționarul majoritar vinde un pachet de acțiuni care să ducă la reducerea cotei sale sub pragul de 90%.

Se instituționalizează Fondul de compensare prin care se protejează investitorii de pe piața de capital față de riscul insolvenței societăților de servicii de investiții financiare. Crearea unei asemenea instituții este de altfel una dintre solicitările de armonizare cu legislația comunitar europeană. Ordonanța de urgență prevede sursele de finanțare a activității Fondului, urmând ca prin regulament CNVM să dezvolte modul de organizare și funcționare al acestuia, inclusiv în ceea ce privește categoriile de investitori care urmează a fi compensați.

Ordonanța de urgență adoptă o **abordare modernă și flexibilă în ceea ce privește serviciile de intermediere pe piața de capital**. A fost dezvoltată reglementarea curentă a societăților de valori mobiliare și a fost adăugată o secțiune care stabilește condițiile în care **societăți de servicii de investiții financiare cu sediul în alte țări pot presta servicii de investiții financiare în România, în sensul precizat de legislația Uniunii Europene**.

Ordonanța își propune ca prevederile acestuia să susțină dezvoltarea unor intermediari puternici, capabili să concureze cu entități similare internaționale, în același timp însă, stabilind **reguli de prudență și raportare care să prevină apariția de crize în sistem**:

În ordonanță se prevede o împărțire a societăților de servicii de investiții financiare în patru niveluri de capital social, în funcție de importanța serviciilor de investiții financiare prestate.

Conform prevederilor ordonanței, **consultanții de investiții** sunt persoane fizice sau juridice autorizate de către CNVM să desfășoare servicii de consultanță de investiții. Prin modul de reglementare a acestei categorii de consultanți, precum și a serviciilor pe care aceștia pot să le presteze, s-a urmărit să se recunoască și să se răspundă unor realități ale pieței, reglementate de mult timp pe piețele de capital dezvoltate. Pentru a se ține cont de specificitățile pieței românești în vederea unei adaptări progresive, s-a avut în vedere o reglementare cu caracter general, de principiu, urmând ca la nivelul regulamentelor să se detalieze aceste prevederi.

Organismele cu putere de autoreglementare au fost încadrate și definite într-un titlu distinct în vederea clarificării regimului acestora. În același sens, s-au prevăzut principiile de bază privind modul de organizare și rolul acestor structuri supuse autorizării de către CNVM, a căror funcție principală vizează asigurarea unor condiții de piață flexibile, adaptate nevoilor membrilor, cu descărcarea CNVM de sarcinile care nu ar corespunde misiunilor acesteia.

Ordonanța de urgență prevede **un regim de aplicare a sancțiunilor** menit să potențeze caracterul preventiv al normelor de incriminare a încălcărilor prevederilor substanțiale ale legii. În funcție de nivelul de pericol social prezentat de încălcări ale prevederilor legii, au fost prevăzute sancțiuni contravenționale, respectiv de natură penală. Prin natura relațiilor sociale constituite pe piața de capital, anumite fapte pot aduce atingere și pot crea pericol social pentru mai multe categorii de subiecți de drept. Spre exemplu, în cadrul derulării unei oferte publice, întocmirea deficitară a prospectului de emisiune și apariția de litigii izvorâte din aceasta pot afecta interesele investitorilor, ale societății emitente dar și imaginea, reputația și credibilitatea societății de servicii de investiții financiare al cărui angajat a pregătit prospectul.

Față de cele prezentate mai sus, a fost întocmit proiectul de Lege pentru aprobarea Ordonanței de urgență a Guvernului privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate, pe care îl supunem Parlamentului spre adoptare.



PRIM MINISTRU

Adrian Năstase