

colecția monografii

CONSTANTIN BUCUR

**REGIMUL JURIDIC AL SOCIETĂȚILOR
DE SERVICII DE INVESTIȚII FINANCIARE
ÎN CONTEXTUL EDUCAȚIEI FINANCIARE
ȘI AL DIGITALIZĂRII**

CONSTANTIN BUCUR

**Regimul juridic al societăților
de servicii de investiții financiare
în contextul educației financiare
și al digitalizării**

Universul Juridic
București
-2022-

Capitolul I

Reglementarea, constituirea și autorizarea societăților de servicii de investiții financiare

Considerații prealabile

Așa cum se va arăta, SSIF-urile au un rol fundamental în cadrul pieței de capital. Din modul în care sunt reglementate, atât în sistemul legislativ european, cât și în sistemul legislativ național, rezultă că aceste societăți au un rol central în cadrul pieței de capital.

Acest rol central conferă SSIF-urilor o caracteristică aparte, alături de ceilalți intermediari care acționează în cadrul pieței, și anume aceea că dețin monopolul prestării serviciilor și activităților principale și conexe de investiții.

O analiză din perspectiva reglementării lor în legislația națională și legislația UE, a caracteristicilor acestor societăți, a delimitării față de alți intermediari care activează pe piața de capital și a caracteristicilor particulare reglementate prin norme specifice incidente în domeniul instrumentelor și investițiilor financiare nu putea fi realizată fără a puncta, chiar într-o manieră care nu este exhaustivă, unele considerente introductive cu privire la piața de capital în cadrul căreia SSIF-urile își desfășoară activitatea.

Secțiunea 1. Considerații introductive cu privire la piața de capital, cadrul în care își desfășoară activitatea societățile de servicii de investiții financiare

Din punct de vedere conceptual, noțiunea de „piață” ne duce cu gândul la un loc unde se întâlnește cererea cu oferta de produse/mărfuri, coeziune în urma căreia se stabilesc prețul, condițiile schimbului, drepturile și obligațiile părților angrenate în tranzacție. Piața este locul unde se stabilesc de regulă raporturi juridice de vânzare-cumpărare. Specificitatea acestor raporturi juridice este dată de natura pe care o are obiectul tranzacției.

În lumina celor arătate anterior, prin noțiunea de „capital/capitaluri” se poate înțelege chiar obiectul unei tranzacții. Astfel, noțiunea de „capital” duce cu gândul la o marfă, un bun ce poate fi valorificat din punct de vedere economic sau o sumă de bani.

În literatura de specialitate, piața de capital „reprezintă ansamblul relațiilor și mecanismelor prin intermediul cărora capitalurile disponibile și dispersate din economie sunt dirijate către orice entitățile publice și private solicitatoare de fonduri. Existența pieței de capital este determinată de cererea de capital pentru necesitățile curente de trezorerie și pentru investiții și, totodată, este condiționată de un proces real de economisire ca fundament al ofertei de capital. Piața de capital leagă emitenții valorilor mobiliare și altor instrumente financiare de investitorii individuali și instituționali prin intermediul SSIF-urilor și al celorlalți intermediari care activează pe piața de capital. Piața de capital funcționează așadar ca un mecanism de legătură între cei la nivelul cărora se manifestă un surplus de capital (investitori) și cei care au nevoie de capital (emitenții)”¹.

Cu alte cuvinte, prin intermediul pieței de capital „sunt satisfăcute nevoile de capital ale solicitanților cu disponibilitățile de capital ale ofertanților”². Prin emisiunea de titluri financiare, cum ar fi acțiunile, se atinge un scop, și anume acela de a crea resurse financiare care pot fi investite de entitățile care au nevoie de capital³.

Într-o altă accepțiune, piața de capital înseamnă „ansamblul relațiilor și mecanismelor prin care se realizează transferul fondurilor de la cei care dețin surplus de capital (numiți «investitori») către cei care au nevoie de capital (numiți «emitenți» sau «investitori»), prin intermediul unor vehicule sau instrumente specifice (valori mobiliare) și al unor operatori specifici (societățile de valori mobiliare)”⁴.

În literatura de specialitate s-a evidențiat faptul că piața de capital înseamnă: instituția care se ocupă de tranzacțiile derulate prin intermediul acesteia; participanții la piață (persoane fizice, entități publice și private) și platformele electronice prin intermediul căreia sunt derulate tranzacțiile; toate operațiunile rezultate în urma cererii și ofertei de instrumente financiare⁵.

¹ G. Anghelache, *Piața de capital, caracteristici, evoluții, tranzacții*, Ed. Economică, București, 2004, p. 13.

² V. Stoica, M. Galiceanu, E. Ionescu, *Piețe de capital și burse de valori*, Ed. Economică, București, 2001, p. 15.

³ T. Hada, I. Iuga, L. Deaconu, D. Vicol, M. Căruț, *Investiții, evaluarea investițiilor: teorie, studii de caz, monografie contabilă*, Ed. Pro Universitaria, București, 2020, p. 107.

⁴ L. Spătaru, *Societățile comerciale și piața de capital*, Ed. Economică, București, 1999, p. 46.

⁵ Gh. Piperea, *Societăți comerciale, piață de capital, acquis comunitar*, Ed. All Beck, București, 2005, p. 331.

Din punctul de vedere al participanților la piață care au nevoie de resurse financiare, și ne referim în principal la emitenții de valori mobiliare, piața de capital reprezintă o alternativă la piața bancară, la sistemul bancar. Lăsând deoparte oferta de creditare a băncilor, emitenții atrag resurse financiare prin emiterea de valori mobiliare și oferirea acestora spre vânzare investitorilor. Odată obținute resursele financiare, societatea emitentă poate să ducă la bun sfârșit obiectivele investiționale asumate și, în consecință, să se dezvolte⁶.

În ceea ce privește investitorii, alternativa acestora la sistemul de economisire/depozitare oferit de piața bancară este achiziționarea de valori mobiliare în cadrul pieței de capital. Este cunoscut faptul că, în anumite condiții favorabile, valorile mobiliare au o rentabilitate mai mare decât produsele bancare de economisire.

Din punctul de vedere al investitorului, rentabilitatea comportă două aspecte: dividendele obținute de pe urma instrumentelor financiare și valoarea adăugată obținută în urma vânzării instrumentelor financiare la un preț mai mare decât cel de cumpărare⁷. Nu trebuie să uităm faptul că investitorii au întotdeauna ca scopuri realizarea unui randament ridicat (acest țel se poate realiza, cu titlu de exemplu, prin cumpărarea de obligațiuni) și creșterea investiției inițiale (de exemplu, prin cumpărarea de acțiuni)⁸.

În acest context, trebuie subliniat faptul că **piața de capital este o piață financiară**.

În arhitectura pieței financiare intră bursele de valori, alături de piețele OTC, piețe care se plasează în afara bursei de valori⁹.

Dintre cele două concepte prezente în spațiul european, respectiv cel anglo-saxon și cel continental european, în țara noastră s-a împământenit conceptul anglo-saxon. Conceptul continental european pune în centru piața de capital, în componența acesteia intrând piața monetară (piața pe care activează băncile, locul unde se găsesc capitalurile pe termen scurt și mediu; pe această piață se negociază certificate de depozit, bilete de trezorerie, bonuri de tezaur etc.), piața ipotecară (în cadrul căreia sunt finanțate

⁶ O societate emitentă sau *emitențul* este o entitate care emite instrumente financiare.

⁷ T. Vășcu, *Piețe de capital și operațiuni de bursă: lucrări practice și studii de caz*, Universitatea Independentă „Titu Maiorescu”, Facultatea de Științe Economice, București, 1995, p. 105.

⁸ T.I. Băjenescu, *ABC bursier*, Ed. Polirom, Iași, 2002, pp. 19-20.

⁹ S.G. Anton, *Instituții financiar-bancare internaționale*, Ed. C.H. Beck, București, 2013, p. 177. Autorul citat evidențiază faptul că la nivel internațional există trei mari burse de valori unde sunt concentrate cele mai multe tranzacții financiare: Bursa de Valori din New York – New York Stock Exchange (NYSE), Bursa de Valori din Londra – London Stock Exchange (LSE) și Bursa de Valori din Tokyo – Tokyo Stock Exchange (TSE).

construcțiile de locuințe prin intermediul creditului ipotecar) și piața financiară.

De cealaltă parte, conceptul anglo-saxon pune piața de capital alături de piața monetară și piața asigurărilor într-un cadru specific, și anume în cadrul pieței financiare¹⁰.

Piața de capital este, prin comparație cu piața monetară unde găsim capitaluri pe termen scurt și mediu¹¹, piața în cadrul căreia există capitalurile pe termen lung și unde se tranzacționează valorile mobiliare (acțiuni, obligațiuni etc.) și alte instrumente financiare prevăzute de legislația specifică (cu titlu de exemplu: titluri de participare la organisme de plasament colectiv, instrumente financiare derivate cum ar fi: *opțiuni, contracte futures, swap-uri, contracte forward* etc.).

Într-o accepțiune mai restrânsă, piața de capital este locul în care, cu îndeplinirea și respectarea unor reguli speciale, se tranzacționează instrumente financiare. Activitățile și operațiunile desfășurate în legătură cu vânzarea și cumpărarea de instrumente financiare se realizează de către toate entitățile participante la piață, entități care, în prealabil, au fost autorizate de autoritatea centrală competentă și care se află sub supravegherea acesteia¹².

Printre **instituțiile specifice** care sunt autorizate să activeze în cadrul pieței de capital se numără **emitenții de valori mobiliare** (persoane juridice ale căror acțiuni sunt listate la tranzacționare), **intermediarii** (SSIF-urile, instituțiile de credit autorizate de BNR, precum și entitățile de natura acestora autorizate în state membre ale UE sau state terțe să presteze servicii și activități de investiții), **consultanții de investiții, societățile de investiții financiare** (de exemplu: SIF-urile, societățile de administrare a investițiilor – SAI), **organismele de plasament colectiv** (OPC, alte organisme de plasament colectiv – AOPC), **operatorii de piață și de sistem** (de exemplu: Bursa de Valori București, SIBEX – Sibiu Stock Exchange SA), **depozitarii** (instituțiile de credit din România, autorizate de ASF în vederea desfășurării activității de depozitare), **entitățile care efectuează operațiuni posttranzacționare**,

¹⁰ G. Anghelache, *Piața de capital, caracteristici, evoluții, tranzacții, op. cit.*, pp. 13-14.

¹¹ *Introducere în studiul piețelor monetare și valutare*, Seria Reuters pentru educație financiară, Ed. Economică, București, 2002, p. 40.

Pe piața monetară din România au loc operațiuni monetare în lei, pe termen scurt (până la un an). În cadrul acestei piețe, rolul central îl ocupă băncile. Pe această piață sunt efectuate operațiuni cu produse bancare și titluri de creanță negociabile. Astfel, sunt efectuate operațiuni de depozitare, de creditare, tranzacții cu bilete la ordin, cecuri, cambii, bonuri de tezaur etc.

¹² Autoritatea centrală cu atribuții în autorizarea participanților la piața de capital este Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF).

respectiv operațiuni de compensare-decontare (Depozitarul Central S.A., Depozitarul Sibex S.A., Casa de Compensare București) etc.

Astfel, participanții pot fi de tipul celor care emit valori mobiliare cum sunt emitenții (societățile ale căror acțiuni sunt admise la tranzacționare) din categoria celor care realizează intermedierea financiară, de exemplu intermediarii, categorii din care fac parte și SSIF-urile, din categoria celor care alcătuiesc infrastructura pieței de capital cum sunt operatorul de piață (BVB), depozitarul central (în cazul tranzacționării instrumentelor financiare altele decât cele derivate), contrapartea centrală (în cazul tranzacționării instrumentelor financiare derivate) și din categoria celor care tranzacționează instrumentele financiare, investitorii, clienții ai SSIF-urilor.

Totodată, având în vedere aspectele menționate anterior referitoare la apartenența pieței de capital la piața financiară, **trebuie subliniat** că, din această perspectivă, există o serie de **trăsături unice ale pieței de capital**, trăsături caracterizate printr-un înalt grad de specificitate.

În cadrul pieței de capital se tranzacționează toate instrumentele financiare, și nu doar valorile mobiliare clasice, cum ar fi acțiunile și obligațiunile. Acest aspect rezultă și din definiția dată instrumentelor financiare cuprinsă în art. 3 alin. (1) pct. 34 din Legea nr. 126/2018 privind piețele de instrumente financiare¹³, coroborată cu definiția oferită pentru serviciile și activitățile de investiții cuprinsă la art. 3 alin. (1) pct. 65 din același act normativ, ambele concepte făcând trimitere la instrumentele financiare prevăzute în Anexa nr. 1, secțiunea C din același act normativ. Reglementarea legală face ca piața de capital să fie mai cuprinzătoare decât piața valorilor mobiliare¹⁴.

Astfel, în cadrul pieței de capital sunt tranzacționate și instrumente ale pieței monetare, cum sunt certificatele de depozit și certificatele de trezorerie (ambele instrumente pot face parte din categoria titlurilor de stat sau pot fi emise de BNR), efectele de comerț (cecul, cambia și biletul la ordin), fiind exceptate instrumentele de plată – art. 3 alin. (1) pct. 33 din Legea nr. 126/2018 privind piețele de instrumente financiare). S-a arătat faptul că efectele de comerț cum sunt cecul, cambia și biletul la ordin, deși fac parte din definirea instrumentelor monetare, pot fi tranzacționate numai în cadrul pieței monetare și nu pot face obiectul tranzacțiilor pe piața de capital, întrucât forma lor scrisă nu este compatibilă cu cerința ca instrumentul

¹³ M. Of. nr. 521 din 26 iunie 2018.

¹⁴ O opinie în acest sens este formulată de D. Călin în cartea *Regimul juridic al societăților de investiții*, Ed. Hamangiu, București, 2014, p. 3.

financiar să fie dematerializat și, în plus, față de împrejurarea că sunt titluri de credit, acestea sunt și instrumente de plată¹⁵.

În cadrul pieței de capital sunt tranzacționate și contractele de opțiuni, *contractele futures*, *contractele forward* și *contractele swap* privind derivate referitoare la mărfuri, titluri de valoare, valute, certificate de emisii, indici financiari, variabile climatice, rate ale inflației, taxe de navlu etc. De asemenea, sunt tranzacționate în cadrul pieței de capital și contractele pentru diferențe (CFD) și unitățile organismelor de plasament colectiv.

Așadar, o primă trăsătură a pieței de capital este aceea că **reprezintă o piață deschisă**, o piață în care tranzacțiile cu valori mobiliare și alte instrumente financiare au caracter public¹⁶. La mecanismele pieței au acces, cu mijlocirea intermediarilor, un număr foarte mare de persoane (fizice și juridice) care doresc să investească, ținta lor fiind obținerea unei profitabilități maxime. Accesul neîngrădit al tuturor persoanelor care doresc să investească, dar cu respectarea cerințelor și restricțiilor specifice pieței, caracteristicile instrumentelor financiare care circulă în piață și regulile de tranzacționare conturează caracterul de piață deschisă.

Investitorii au posibilitatea de a accesa, prin mijlocirea intermediarilor și cu ajutorul acestora și, în cele mai multe cazuri, a consultanților de investiții, instrumentele financiare tranzacționate pe piața primară sau piața secundară de capital¹⁷.

Piața primară este locul unde sunt tranzacționate pentru prima dată instrumentele financiare nou emise. Acestea pot aparține unei societăți care dorește să devină publică sau unei societăți care a mai emis instrumente financiare de același tip și care au făcut obiectul tranzacționării.

¹⁵ M.C. Popa, *Piețe de capital*, Ed. Hamangiu, București, 2020, p. 175.

¹⁶ G. Anghelache, *Piața de capital, caracteristici, evoluții, tranzacții*, op. cit., p. 15.

¹⁷ În funcție de momentul în care instrumentele financiare sunt introduse în piață, piața de capital este împărțită în două segmente: *pieță primară* și *pieță secundară* de valori mobiliare. Trebuie subliniat faptul că instrumentele financiare tranzacționate în cadrul pieței de capital sunt complexe, fiecare dintre ele având caracteristici unice care le diferențiază de celelalte. Tranzacționarea unor instrumente financiare diferite în cadrul pieței de capital impune aplicarea unor reguli diferite. Privită din această perspectivă, piața de capital se împarte și în alte segmente decât cele menționate anterior. Astfel, în funcție de tipul de instrumente financiare tranzacționate, există *pieța acțiunilor*, *pieța obligațiunilor*, *pieța instrumentelor financiare derivate*, *pieța titlurilor de participare la organisme de plasament colectiv* etc.). În funcție de modul de tranzacționare există *pieță de licitație* sau *pieță de negocieri*, iar în funcție de momentul în care se încheie tranzacția există o *pieță la vedere* sau o *pieță la termen*.