

Opinie legală

în privința tranzacțiilor cu acțiuni realizate pe o piață reglementată (BVB)

1. *Preambul.* Subsemnatul Cristian GHEORGHE, conferențiar univ. doctor la Universitatea Nicolae Titulescu, Bucuresti, titularul disciplinei Piața de capital, am fost solicitat pentru formularea unei opinii privind cadrul normativ prezent aplicabil tranzacțiilor bursiere încheiate pe piață reglementată Bursa de Valori București.
2. *Obiectul opiniei.* Tema studiată privește caracterul definitiv al efectelor tranzacțiilor efectuate pe o piață reglementată (BVB). În concret, acțiunile emitentului Electroargeș SA au făcut obiectul unor tranzacții încheiate la BVB prin intermediul unei firme de investiții (SSIF) autorizată. Opinia prezentă își propune să răspundă la următoarele întrebări:
 - 2.1. Cadrul legal intern și european (în special art. 5 din Directiva 98/26/EC; art. 169 din Legea nr. 297/2004, în forma din anul 2015 și art. 3, alin. (1) și (3) din Legea nr. 253/2004) poate să fie interpretat în sensul că exclude pronunțarea unei hotărâri judecătorești prin care să se dispună anularea unei tranzacții de acțiuni efectuată la Bursa de Valori București?
 - 2.2. Cadrul legal (în special Directiva 98/26CE) poate să fie interpretat în sensul că permite persoanei interesate să invoke pretenții cu privire la o tranzacție bursieră, inclusiv prin exercitarea unei acțiuni în justiție, însă se opune repunerii părților în situația anterioară prin restituirea în natură către vânzător a acțiunilor tranzacționate prin transmitere directă și deci cu excluderea mecanismului bursier al Bursei de Valori București (n.n. fără plată unui preț, fără existența ordinelor de tranzacționare)?
3. *Cadrul normativ.* Tranzacțiile bursiere cunosc un cadru intern și unul european de reglementare care a cunoscut evoluții în ultimii ani, chiar dacă principiile generale au fost păstrate. În particular interpretarea privește situația din anul 2015 (luna august), fără a ignora soluțiile prezente, în măsura în care ele au

supraviețuit modificărilor legislative sau dacă ele privesc proceduri în curs cărora le sunt aplicabile.

- 3.1. Cadrul intern este reprezentat de *Legea nr. 297/2004* privind piața de capital (în forma din anul 2015), *Legea nr. 253/2004* privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și în sistemele de decontare a operațiunilor cu instrumente financiare, legislația secundară de emisă de CNVM (în prezent ASF), respectiv *Regulamentul nr. 32/2006* privind serviciile de investiții financiare (înlocuit în prezent de *Regulamentul A.S.F. nr. 5/2019* privind reglementarea unor dispoziții referitoare la prestarea serviciilor și activităților de investiții conform Legii nr. 126/2018 privind piețele de instrumente financiare), *Regulamentul CNVM nr 13/2005*, privind autorizarea și funcționarea depozitarului central, caselor de compensare și contrapărților centrale (înlocuit în prezent de *Regulamentul A.S.F. nr. 10/2017* privind depozitarii centrali emis în aplicarea Regulamentului (UE) nr. 909/2014 privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare).
 - 3.2. La nivel european a fost elaborată legislația aplicabilă pieței de capital fie în mod direct – pe calea reglementelor de drept european – fie pe calea implementării naționale a directivelor de drept european (rezultând legislația de la pct. 2.1). Trebuie menționată *Directiva nr. 98/26/CE* privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a titlurilor de valoare și *Regulamentul (UE) nr. 909/2014* privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare.
4. *Considerente privind legea aplicabilă.* Dreptul european are întâietate față de legislațiile naționale ale statelor membre. Principiul supremăției este valabil pentru toate actele europene care au caracter obligatoriu. Statele membre nu pot să aplice o normă națională care ar fi contrară dreptului european.
- 4.1. Curtea de Justiție a UE a consacrat principiul supremăției dreptului european prin jurisprudența sa (*Costa v. ENEL – C-6/64, din data de 15 iulie 1964*), Curtea declarând că legislația emisă de instituțiile europene trebuie să se integreze în sistemele juridice ale statelor membre, care sunt obligate să o respecte. Dreptul european are supremăție absolută asupra legislațiilor naționale; dacă o regulă națională este contrară unei dispoziții europene, autoritățile statelor membre trebuie să aplice dispoziția europeană fără a fi necesară o abrogare expresă a normei naționale. Dreptul român a soluționat la nivel constituțional ierarhia între dreptul intern și dreptul european. *Prevederile tratatelor constitutive ale Uniunii*

Europene, precum și celelalte reglementări comunitare cu caracter obligatoriu, au prioritate față de dispozițiile contrare din legile interne, cu respectarea prevederilor actului de aderare, conform Constituției României (art. 148 al. 2).

Aplicarea prioritată a dreptului Uniunii Europene este implementată și de legea civilă (art. 5 Cod civil).

Curtea UE a subliniat faptul că supremația dreptului european se aplică tuturor actelor naționale, indiferent dacă acestea au fost adoptate anterior actului european în cauză.

- 4.2. Regulamentul (UE) este un act direct aplicabil în legislația națională, fără o implementare națională. De altfel o astfel de implementare ar crea o redundanță normativă fiindcă *regulamentul are aplicabilitate generală*. *Acesta este obligatoriu în toate elementele sale și se aplică direct în fiecare stat membru* [Articolul 288 Tratatul de funcționare a Uniunii Europene]. În concluzie autoritățile administrative și judiciare din țară trebuie să își fundamenteze deciziile sau hotărârile direct pe textul regulamentului european incident.
5. *Principiile de reglementare a domeniului piețelor de tranzacționare (domeniul bursier)*. Domeniul pieței de capital este un domeniu comercial ultra specializat care are ținte diferite față de materia juridică de drept comun. Tranzacțiile bursiere au implementate scheme juridice care crează o imagine diferită după unghiul de contemplare: din *perspectiva investitorilor* tranzacționarea este simplă pentru a spori atraktivitatea accesării investițiilor în instrumente financiare tranzacționate în locurile de tranzacționare; din *perspectiva profesioniștilor* participanți la fenomenul bursier raporturile juridice complexe dintre intermediari (SSIF sau instituții de credit), operatori de piață, contrapărți centrale (CPC) sau Depozitari Centrali (CSD) trebuie să asigure finalitatea tranzacționării, respectiv transferul instrumentelor financiare în contul cumpărătorului după încasarea prețului de către vânzător. Această finalitate este garantată și protejată de cadrul normativ și administrativ-normativ al pieței de capital (reglementările ASF). Atingerea acestui punct, prin reglementarea pieței de capital, ar fi insuficientă pentru singuranța bursieră dacă nu ar fi consolidată de *caracterul definitiv al acestei finalități*, de înlăturarea sancțiunilor de drept comun care tind să desfințeze o realitate juridică (rezoluțunea, nulitatea, etc.). Sancțiunile de drept comun se opresc la intrarea în domeniul bursier. Asigurarea unei perspective cât mai simple pentru investitori are un cost juridic însemnat: raporturile juridice dintre participanți/profesioniști cunosc un grad de reglementare sofisticat, în final un regim special în fața căruia dreptul comun, cu sancțiunile lui, trebuie să se opreasă (*generalia specialibus non derogant*).

6. *Specificitatea tranzacției (contractului) bursier.* Reglementarea pieței de capital nu oferă un sediu bine delimitat pentru materia contractului de vânzare de instrumente financiare (acțiuni în special), tranzacția bursieră, astfel încât cercetarea juridică a acestui contract trebuie să urmărească întreaga reglementată și să extragă caracteristici care se lasă greu surprinse.

6.1 *Reprezentarea obligatorie.* Transferul dreptului de proprietate asupra acțiunilor admise la tranzacționare nu este posibil în modul clasic, pe calea voințelor exprimate în mod nemijlocit de către părților contractante. Reprezentarea specializată prin intermediari (SSIF) este obligatorie. Ceea ce în dreptul comun este o facultate recunoscută părților (reprezentarea) în dreptul pieței de capital este singura modalitate de tranzacționare. Interdicția nu este una expresă¹. În mod indirect reglementarea prezentă induce această finalitate: transferul dreptului de proprietatea asupra instrumentelor financiare este imposibilă direct între părți². Depozitarul Central are exclusivitatea serviciilor de registru al acționarilor pentru toate societățile tranzacționate pe o anumită piață astfel încât în lipsa înregistrării în registrul acționarilor (depozitarul central) niciun transfer de proprietatea nu există. Or Depozitarul înregistrează asemenea transferuri doar în urma tranzacțiilor decontate pe o piață de tranzacționare³. Prin acest mecanism indirect (dar foarte eficient) sunt lipsite de efecte actele juridice încheiate direct între părți (fără intermediere pe piață). Rezultatul final este același: în domeniul pieței de capital mecanismul de intermediere este obligatoriu.

6.2 *Caracterul efemer al contractului. Novăția indusă de mecanismul de compensare multilaterală.* Contractul tranzacționat pe piață reglementată (BVB), în percepția sa clasică (acordul de voință a două părți), este efemer. Normele privind contrapartea centrală (CPC) și mecanismul de compensare-decontare realizat de Depozitarul Central evidențiază mecanismul burier⁴: imediat ce a existat un acord de voință în mediul electronic al pieței reglementate BVB vor lua naștere două raporturi juridice distincte care au ca subiecte autorii celor două ordine de

¹ În trecut Legea nr. 52/1994, art. 33 al. 2 declară nule tranzacțiile "în afara piețelor reglementate" și instituia în mod explicit monopolul intermediarilor în privința încheierii tranzacțiilor (art. 66).

² Legea nr. 297/2004, art. 145, cu trimitere la dispozițiile privind Depozitarul Central - în prezent Regulamentul ASF nr. 10/2017, art. 68 al. 1 - stabilește regula transferului la "decontarea tranzacției". *Per a contrario* în lipsa tranzacției bursiere nu poate opera transferul (cu excepțiile enumerate limitativ).

³ Cu excepțiile limitate ale tranzacțiilor "directe" definite de Regulamentul ASF nr. 10/2017, art.70.

⁴ Legea nr. 297/2004 stabilea (în anul 2015) vocația Depozitarului de a gestiona un sistem de compensare, art. 146 al. 2): *Depozitarul central va efectua operațiuni de compensare-decontare a tranzacțiilor cu instrumente financiare, altele decât cele derivate.*

tranzacționare împerecheate și o persoană juridică specializată a pieței de capital, Depozitarul Central, care are și rol de contraparte centrală⁵.

Raportul juridic dintre autorii celor două ordine, de vânzare și de cumpărare din tranzacția bursieră, este despicate imediat în două raporturi juridice distincte care separă subiectele tranzacției.

Intervine o *novație* instituită prin mecanismul de compensare-decontare care are ca finalitate executarea facilă a numeroaselor ordine care sunt executate în aceeași zi (din partea mai multor clienți) de un intermediar.

Mecanismul de compensare⁶ presupune calcularea unei „poziții nete” zilnice față de același participant (Depozitarul Central S.A. în cazul pieței la vedere BVB), prin însumarea algebrică a sumelor de platit sau de încasat din fiecare tranzacție încheiată în aceeași zi de un SSIF pentru clienții săi.

- 6.3 *Contrapartea centrală – în spate Depozitarul Central pe piața BVB - este co-contractantul fiecărei părți din tranzacția bursieră.* Contractul încheiat pe o piață reglementată se naște doar pentru a fi suprimit instantaneu, fiind înlocuit de două raporturi juridice distincte între fiecare parte din tranzacție (prin intermediarul lor) și o persoană juridică specializată a pieței reglementate, Depozitarul Central (acesta va fi contraparte atât pentru vânzător – luând poziția de cumpărător în raportul juridic cu el - cât și pentru cumpărător – luând poziția de vânzător în raportul juridic cu el). Depozitarul își compensează toate drepturile și obligațiile din aceste raporturi juridice de compensare și rămâne neutru din punct de vedere economic, rolul lui fiind doar de a permite calcularea unei rezultante („poziție netă”) zilnice pentru toate drepturile și obligațiile bănești ale fiecarui SSIF.

Regula bursieră este că titularii celor două voințe (ordine de plată) rămân necunoscuți unii pentru alții. Însă acordul de voință (împerecherea ordinelor) trebuie să fi existat, în mod imperativ, pentru ca tranzacția lor să lase locul la două raporturi juridice distincte prin intervenția contrapărții centrale (Depozitarul central).

⁵ Legea nr. 297/2004 stabilea (în anul 2015) rolul CPC: *Contrapartea centrală este o persoană juridică care se interpune între contrapărțile la contractele tranzacționate pe una sau mai multe piețe financiare, devenind astfel cumpărător pentru fiecare vânzător și vânzător pentru fiecare cumpărător.*

Conform art. 2 al 1 Legea nr. 353/2004, contrapartea centrală este *o entitate care se interpune, din punct de vedere juridic, între instituțiile participante la un sistem și care acționează în calitate de cocontractant exclusiv al fiecărei instituții și preia obligațiile acestor instituții în legătură cu ordinele lor de transfer.*

⁶ Legea nr. 253/2004, art. 2 al. 1 pct. 11 definește compensarea ca fiind *înlocuirea creanțelor și obligațiilor rezultând din ordine de transfer din cadrul sistemului, pe care unul sau mai mulți participanți le emit în favoarea altui participant sau a altor participanți ori pe care le primesc de la aceștia, cu o creanță sau o obligație netă unică, astfel încât această creanță netă unică să poată fi pretinsă, respectiv această obligație netă unică să fie datorată.*

7. *Mecanismul de compensare ține de natura tranzacției bursiere pe piețele reglementate.* Stingerea raportului juridic dintre părți (vânzător și cumpărător) imediat după încheierea tranzacției bursiere și înlocuirea acestuia cu două raporturi juridice distincte având ca subiecte fiecare dintre părți și o persoană juridică specializată, Depozitarul Central, este de natura tranzacțiilor încheiate pe o piață reglementată într-un sistem de compensare-decontare pe bază netă. Specific domeniului bursier, față de domeniul contractual comercial, este punerea în operă a unui mecanism juridic care nu se oprește odată cu încheierea tranzacției bursiere. Contractele comerciale comune nu au mecanism care să garanteze epuizarea efectelor, satisfacerea drepturilor și respectarea obligațiilor asumate. Părțile contractante în domeniul comercial trebuie să depună eforturi proprii pentru stingerea raportului lor juridic, prin invocarea pe calea acțiunii a sancțiunii nulității, rezoluțunii sau răspunderii contractuale.
- Domeniul pieței de capital exclude asemenea acțiuni prin faptul că mecanismul juridic al tranzacției, cu concurența participanților bursieri (SSIF, operator de piață, Depozitar Central) garantează epuizarea efectelor contractului – plata prețului și transferul dreptului de proprietate asupra acțiunilor. De fapt stingerea raportului juridic dintre părți – vânzător și cumpărător – înainte ca aceștia să se cunoască, exclude exercitarea de acțiuni între părțile tranzacției. Prin separarea părților, prin înlocuirea raportului juridic care are ca izvor întâlnirea ordinelor de vânzare și de cumpărare cu două raporturi distincte între fiecare parte și Depozitarul Central (contrapartea centrală), mecanismul bursier izolează și elimină risurile de neexecutare care ar putea proveni de la co-contractant. Participanții la piață reglementată au contracte cadre între ei (SSIF, operator de piață, depozitar central) care fac ca orice eventual risc să fie suportat de garanțiile constituite de fiecare SSIF pentru a fi admis ca participant la piață reglementată (rămânând să se întoarcă împotriva clietului lui). În acest fel orice efect al tranzacției bursiere este întotdeauna satisfăcut rămânând doar eventual pretenții față de clienți, exterioare tranzacției bursiere.

7.1. Izvoarele europene ale mecanismului de compensare multilaterală.

Supremația dreptului european, inclusiv în domeniul pieței de capital, face necesară observarea reglementărilor europene pentru înlăturarea oricărora neclarități ce pot fi invocate în dreptul intern.

În mod uzual tranzacțiile de pe piața reglementată (BVB) sunt încheiate și executate prin coloaborarea intermediarilor (SSIF, operatorului de piață (BVB SA) și Depozitarului Central (*CSD, Central Securities Depositories*, în terminologia europeană)). Raportul de tranzacționare (evidența tranzacțiilor dintr-o sesiune de tranzacționare) trimis de operatorul de piață (BVB) către participanți (SSIF și instituții de credit) și Depozitar declanșează mecanismul de compensare-decontare de care este răspunzător Depozitarul. Singurele raporturi juridice care supraviețuiesc

din tranzacția inițială sunt cele dintre Depozitar (în calitate de contrapartă exclusivă) și intermediarii clienților (SSIF).

Depozitarul central de titluri de valoare (CSD), în sensul Regulamentului nr. 909/2014 [CDS Regulation]⁷, este o persoană juridică care gestionează un sistem de decontare a titlurilor în sensul stingerii obligațiilor părților la tranzacții prin transferul de fonduri bănești sau titluri de valoare sau ambele⁸. Aceste transferuri urmează principiul *"livrare contra plată"*⁹.

Depozitarul Central SA este autorizat în calitate de depozitar central de titluri de valoare conform Regulamentului nr. 909/2014¹⁰. Pe lângă funcțiile de registru (evidența conturilor de valori mobiliare) și decontare¹¹, depozitarul (CSD) poate (cum se întâmplă la BVB) administra și un sistem de compensare multilaterală.

În sens european, conform Regulamentului (UE) nr. 648/2012¹², compensarea înseamnă calculul obligațiilor nete ale participanților la un sistem multilateral de compensare¹³, sau, mai detaliat¹⁴, compensarea înseamnă conversia într-o singură creanță netă sau obligație netă a creanțelor și obligațiilor rezultate din ordinele de transfer pe care un participant sau mai mulți participanți le emit în beneficiul unui participant sau al mai multor participanți sau le primesc de la unul ori mai mulți participanți, având ca rezultat faptul că numai o singură creanță netă poate fi exigibilă și numai o singură obligație netă este datorată. Situația unui "sistem"¹⁵ de compensare implică compensarea multilaterală, existența unei partener central (contraparte contrală) față de care sunt stabilite toate pozițiile nete, creditoare sau debitoare.

⁷ Regulamentul (UE) nr. 909/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 23 iulie 2014 privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare și de modificare a Directivelor 98/26/CE și 2014/65/UE , Jurnalul Oficial al UE nr. L 257, 28.8.2014, p. 1 (cu modificările ulterioare).

⁸ Ibidem, art. 2 al. 1 pct. 1 și 7.

⁹ Ibidem, art. 2 al. 1 pct. 1 și 39 al. 7. Principiul european conform CSD este *"delivery versus payment"*.

¹⁰ Registrul Autorității Europene pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-151-889_csd_register.pdf.

¹¹ Regulamentul (UE) nr. 909/2014, Anexa I, Secțiunea A.

¹² Regulamentul (UE) nr. 648/2012 al Parlamentului European și al Consiliului din 4 iulie 2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții (EMIR), Jurnalul Oficial al UE nr. L 201, 27.7.2012, p. 1 (cu modificările ulterioare).

¹³ Regulamentul (UE) nr. 648/2012, art. 2 pct. 3, reținând doar definiția aplicabilă instrumentelor financiare, altele decât cele derivate, în speță acțiunile.

¹⁴ Directiva nr. 98/26/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 19 mai 1998 privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăși și de decontare a titlurilor de valoare, Jurnalul Oficial al UE nr. L 166, 11.6.1998, p. 45. (cu modificările ulterioare), art. 2 lit. k).

¹⁵ Ibidem, art. 2 lit. a).

Normele europene explicitează poziția juridică a acestui partener central unic, contrapartea centrală, din cadrul unui sistem de compensare a tranzacțiilor cu valori mobiliare (acțiuni în spătă). Astfel Contrapartea Centrală (CPC) înseamnă o persoană juridică care se interpune între părțile la contractele tranzacționate pe una sau mai multe piețe financiare devenind astfel cumpărător pentru fiecare vânzător și vânzător pentru fiecare cumpărător¹⁶. Transpusă în noțiuni juridice, această stingere a raportului juridic dintre părți și înlocuirea lui cu două raporturi juridice în care este prezentă fiecare parte și CPC este o novăție¹⁷.

În spiritul reglementării europene compensarea multilaterală (cu CPC) stinge ireversibil raportul juridic dintre părțile tranzacției.

- 7.2. *Izvoarele interne ale mecanismului de compensare multilaterală pe piața de capital (BVB).* Reglementarea internă este subordonată reglementării europene datorită supremăției recunoscute a dreptului european în fața dreptului intern (a se vedea *Supra* pct. 4). Regulamentele europene care reglementează depozitarul central (*CSD Regulation*, Regulamentul nr. 909/2014), contrapărțile centrale (*EMIR*, Regulamentul nr. 648/2012) precum și Directiva *MiFID II* și Regulamentul *MiFIR*¹⁸ sunt acte normative aplicabile și la data tranzacțiilor (2015) și în prezent. Din această perspectivă, modificările de drept intern – care nu reprezintă decât un efort de aliniere la dreptul european priorită – între momentul 2015 (data tranzacțiilor) și prezent nu pot să schimbe cu nimic regimul european relevat.

Izvoarele de drept intern în domeniu din anul 2015 erau reprezentate de Legea nr. 297/2004¹⁹, Regulamentul CNVM nr. 32/2005²⁰ și Regulamentul CNVM nr. 13/2005²¹.

¹⁶ Regulamentul (UE) nr. 648/2012 privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărțile centrale și registrele centrale de tranzacții (*EMIR*), art. 2 pct.1.

¹⁷ Codul civil, art. 1609, al. 2 și 3, nouația subiectivă.

¹⁸ Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE (*MiFID II*).

Regulamentul (UE) nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012 (*MiFIR*).

¹⁹ Legea nr. 297 din 28 iunie 2004 privind piața de capital definea noțiunea de compensare (art. 2 al. 1 pct. 2), depozitarul central (art. 146) și funcția de contraparte centrală în tranzacțiile cu acțiuni (art. 157).

²⁰ Regulamentul CNVM nr. 32/2006 privind serviciile de investiții financiare sub imperiul Legii nr. 297/2004.

²¹ Regulamentul nr. 13/2005 privind autorizarea și funcționarea depozitarului central, caselor de compensare și contrapărților centrale reglementa compensarea multilaterală sub Legea nr. 297/2004. Regulamentul impune autorizarea BNR pentru sistemul de compensare-decontare administrat de Depozitar (art. 9) care intră în obiectul de activitate al Depozitarului (art. 11), într-un ciclu de decontare de trei zile (T+3) (art. 75).

În prezent legislația de drept intern este reprezentată de Legea nr. 126/2018²², Regulamentul ASF nr. 5/2019²³ și Regulamentul ASF nr. 10/2017²⁴.

7.3. *Modelul de tranzacționare folosit pe piața reglementată BVB.* Tranzacțiile bursiere sunt definite complet de codurile pieței particulare (Codul BVB) și ale depozitarului central (Codul Depozitarui Central SA) care prestează servicii de registru, administrare conturi și administrare de sistem de compensare-decontare pentru piața particulară.

Aceste coduri nu au caracter normativ dar detaliază modelul de tranzacționare folosit în concret, de piața BVB, cu respectarea legislației primare (reglementările europene și legile pieței de capital) și a legislației secundare (actele administrativ-normative emise de ASF), sub supravegherea ASF²⁵.

Codul BVB dezvăluie relația dintre piața reglementată BVB și Depozitarul Central SA. Astfel, pe bază contractuală (contracte existente între BVB SA, operatorul de piață și Depozitarul Central SA, societatea de tip depozitar central) și având în vedere că Depozitarul Central SA este autorizat să opereze un sistem de compensare-decontare, Depozitarul asigură efectuarea operațiunilor de compensare și decontare a valorilor mobiliare tranzacționate, precum și a tuturor operațiunilor aferente tranzacționării pe BVB²⁶.

Codul Depozitarului Central SA detaliază funcționarea sistemului de compensare-decontare folosit pentru tranzacțiile încheiate pe piață

²² Legea nr. 126 din 11 iunie 2018 privind piețele de instrumente financiare a înlocuit normele din Legea nr. 297/2004 privind compensarea, decontarea și depozitarii centrali. Este definită în mod european contrapartea centrală (art. 187) și depozitarul central de instrumente financiare (art. 176) care poate administra un sistem de compensare-decontare.

²³ Regulamentul A.S.F. nr. 5/2019 privind reglementarea unor dispoziții referitoare la prestarea serviciilor și activităților de investiții conform Legii nr. 126/2018 privind piețele de instrumente financiare.

²⁴ Regulamentul ASF nr. 10/ 2017 privind depozitarii centrali emis în aplicarea Regulamentului (UE) nr. 909/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 23 iulie 2014 privind îmbunătățirea decontării titlurilor de valoare în Uniunea Europeană și privind depozitarii centrali de titluri de valoare și de modificare a Directivelor 98/26/CE și 2014/65/UE și a Regulamentului (UE) nr. 236/2012. Regulamentul stabilește în prezent ciclul de decontare la două zile (T+2) (art. 65).

²⁵ Codul BVB - operator de piata reglementata este aprobat prin Decizia CNVM nr. 2602/14 septembrie 2006, toate modificările ulterioare fiind în mod simetric aprobată prin act administrativ individual (ultimul fiind Decizia ASF nr. 1205/02.10.2019 privind modificarea Codului BVB). http://www.bvb.ro/Juridic/files/Cod%20BVB%20-OPR_in%20vigoare%2021102019.pdf

Codul Depozitarului Central S.A, în ultima formă, este aprobat prin Decizia A.S.F. nr. 1585/19.12.2019. <https://www.roclear.ro/Download?ID=6271&Lang=ro-RO>

²⁶ Codul BVB operator de piată, Titlul V "Relatia BVB. cu societăți care administrează un sistem de compensare-decontare și registru", art. 1-4.

reglementată BVB²⁷. Depozitarul Central asigură compensarea fondurilor bănești pentru tranzacțiile cu decontare pe bază netă, prin calcularea pozițiilor nete la nivel de participant (SSIF în spate)²⁸.

Codurile indicate relevă *modelul de tranzacționare* urmat în privința tranzacțiilor cu acțiuni încheiate pe piața BVB: raportul juridic dintre părți (prin intermediarul lor) care-și are izvorul în tranzacția cu acțiuni este stins prin incidența sistemului de compensare-decontare pe bază netă administrat de Depozitarul Central SA, raport juridic originar fiind înlocuit cu raporturile juridice dintre acest depozitar, în calitate de participant (contraparte) central, și fiecare parte. Subsecvent acestor raporturi juridice noi sunt emise ordinele de transfer, respectiv instrucțiunea de plată a prețului către vânzător și în final transferul acțiunilor către cumpărător (prin debitarea contului de acțiuni la vânzătorului și creditarea contului de acțiuni al cumpărătorului, ambele deschise în sistemul Depozitarului Central).

8. *Garantarea executării tranzacțiilor bursiere și soluția interdicției anulării compensării și a ordinelor de transfer.* Modelul de tranzacționare folosit pe piața reglementată BVB (vezi *Supra* pct. 7.2) se bazează pe compensarea multilaterală a creanțelor și debitelor participanților față de un participant central (prin nouația raportului juridic inițial) și pe ordinele de transfer (instrucțiunea de stingere a debitelor, respectiv plata prețului și instrucțiunea de transfer a acțiunilor în registrul ținut de Depozitarul Central).

Stingerea raportului juridic dintre părți este rezultatul procesului de compensare multilaterală cu un participant central. Reglementarea europeană a pieței de capital se asigură că un asemenea proces *nu este reversibil*. Normele europene cunosc două niveluri de protecție a tranzacțiilor bursiere.

- 8.1. *Un prim nivel de protecție a tranzacțiilor bursiere este reprezentat de caracterul definitiv al operațiunii de compensare.* Reînvierea raportului juridic dintre părți (prin intermediarii lor - SSIF) după ce acesta a fost stins ca efect al compensării prin intermediul unui participant central (Depozitarul Central) este de neimaginat în domeniul pieței de capital. Compensarea în sine privește un număr mare de drepturi și obligații ale

²⁷ Codul Depozitarului Central SA, Titlul IV, Compensarea și decontarea în moneda națională a tranzacțiilor înregistrate în sistemul Depozitarului Central. Este reglementată atât decontarea pe bază netă (Capitolul 3), folosită în circuitul bănesc și decontarea pe bază brută (Capitolul 4) folosită în circuitul valorilor mobiliare.

²⁸ Ibidem, Cap. 3 art. 126. *Compensarea multilaterală a obligațiilor reciproce rezultate în urma tranzacțiilor înregistrate la Depozitarul Central, precum și stingerea celor rezultate din compensare au loc în baza contractului încheiat între Depozitarul Central și participanți (SSIF); compensarea și decontarea tranzacțiilor înregistrate la Depozitarul Central se realizează conform reglementarilor BNR, CNVM/ASF și ale Depozitarului Central.*

unui participant (SSIF) rezultate din toate tranzacțiile, de vânzare sau cumpărare, realizate pentru toți clienții SSIF în cursul unei sesiuni (zile) de tranzacționare. În baza calcului algebric al acestor drepturi și obligații financiare este obținută o sumă netă de plată sau de încasat față de Depozitarul Central. Acest proces este inimaginabil de desfăcut în condițiile dreptului comun.

Sancțiunile și remediiile de drept civil nu pot să interfereze cu tranzacția bursieră (contractul bursier, în sens de *negotium*) care ia naștere în cadrul strict al emiterii ordinelor de tranzacționare către SSIF în condițiile contractului de servicii și activități de investiții și ale reglementărilor operatorului de piață (BVB). În acest cadru reglementat și supravegheat nu este posibilă “*încălcarea condițiilor cerute de lege pentru încheierea valabilă*” [art. 1246 Cod civil] fiindcă orice neconformitate a ordinelor de tranzacționare atrage neexecutarea lor de către SSIF sau neacceptarea de către sistemul pieței de tranzacționare administrative de operatorul de piață (BVB). Premisa rezoluției sau a angajării răspunderii contractuale este situația când “*fără justificare, debitorul nu își execută obligația și se află în întârziere*²⁹”. Piața de capital exclude un asemenea risc prin separarea părților și realizarea efectelor tranzacției între fiecare parte (prin intermediarul ei, SSIF) și Depozitarul Central. Riscul de neplată sau netransfer al acțiunilor este exclus.

În aceste condiții reglementarea europeană (Directiva 98/26/CE art. 3 al. 1 și 2) care interzice în toate situațiile anularea compensării este ușor de înțeles. Nicio situație nu poate atrage anularea compensării (cu excepția deschiderii anterioare a procedurii insolvenței împotriva unui participant)³⁰. Nicio situație nu poate anula tranzacțiile care au intrat în operațiunea de compensare.

Dreptul intern își dă silința să reproducă interdicția de drept european³¹.

²⁹ Codul civil, art. 1516.

³⁰ Directiva nr. 98/26/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 19 mai 1998 privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a titlurilor de valoare, Jurnalul Oficial al UE nr. L 166, 11.6.1998, p. 45, cu modificările ulterioare, art. 3 al. 2: *Niciun act cu putere de lege, normă administrativă, dispoziție sau uzanță privind anularea contractelor și a tranzacțiilor încheiate înaintea momentului de declansare a procedurii de faliment, astfel cum este definită la articolul 6 alineatul (1), nu poate conduce la anularea compensării.*

³¹ Legea nr. 253 din 16 iunie 2004, privind caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și în sistemele de decontare a operațiunilor cu instrumente financiare, art. 3 al. 3: *Nicio normă juridică, regulă, dispoziție sau practică vizând anularea unor contracte și tranzacții încheiate înaintea momentului deschiderii procedurii de insolvență, ..., nu poate conduce la anularea unei compensări.*

Această regulă a fost preluată în mod redundant și de Legea nr. 297/2004 (art. 169 al. 4) și de Regulamentul CNVM nr. 13/2005 art. 76.

În prezent sunt aplicabile dispozițiile Legii nr. 253/2004 iar în legislația pieței de capital dispozițiile Regulamentului ASF nr. 10/ 2017, art. 66 al. 4: *Ordinele de transfer și compensarea*

8.2. Al doilea nivel de protecție a tranzacțiilor bursiere este reprezentat de caracterul definitiv al ordinelor de transfer. În terminologia europeană ordinul de transfer înseamnă atât instrucțiunea dată de un participant care are ca efect asumarea sau executarea unei obligații de plată cât și instrucțiunea dată de un participant de a se transfera titlul de proprietate asupra unui titlu de valoare. Aceste instrucțiuni, care pot fi subsecvențe unei operațiuni de compensare, epuizează efectele unei tranzacții, asigurând plata prețului și transferul acțiunilor, în această ordine (principiul livrare contra plată).

Stabilitatea circuitului bursier impune caracterul ireversibil al tranzacțiilor ale căror efecte au fost total epuizate. În aceste condiții este de înțeles principiul european al **“caracterului definitiv al decontării”**.

Prin regulament european (direct aplicabil în țările membre UE) un depozitar central (CSD) se asigură că sistemul de decontare a titlurilor pe care îl gestionează definește momentele pentru introducerea și irevocabilitatea ordinelor de transfer în respectivul sistem de decontare a titlurilor de valoare³², în conformitate cu articolele 3 și 5 din Directiva 98/26/CE.

Conform reglementării europene **ordinele de transfer și compensarea produc efecte legale definitive și sunt opozabile terților** [chiar și în cazul procedurii de faliment aplicate unui participant, cu condiția ca ordinele de transfer să fi fost introduse în sistem înainte de momentul declanșării procedurii de faliment]³³. Dreptul intern a preluat în aceeași formă normele europene³⁴.

9. Repunerea părților tranzacției în situația anterioară este prohibită prin declararea caracterului definitiv al decontării. Efectul căutat al anulării unei tranzacții bursiere constă în restituirea prestațiilor, respectiv restituirea către vânzător a acțiunilor tranzacționate și a prețului către cumpărător.

sunt valabile, își produc efectele juridice și sunt opozabile terților chiar și în cazul deschiderii procedurii de insolvență asupra unui participant (în sistemul în cauză sau într-un sistem interoperabil), cu condiția ca respectivele ordine de transfer să fi fost introduse în sistem înaintea momentului deschiderii procedurii de insolvență.

³² Regulamentul (UE) nr. 909/2014, art. 39 al. 2, 3.

³³ Ibidem, art. 3 al. 1.

³⁴ Legea nr. 253 din 16 iunie 2004, art. 3 al. 1: *Ordinele de transfer și compensarea sunt valabile, își produc efectele juridice și sunt opozabile terților chiar și în cazul deschiderii procedurii de insolvență asupra unui participant cu condiția ca respectivele ordine de transfer să fi fost introduse în sistem înaintea momentului deschiderii procedurii de insolvență.*

Această regulă a fost preluată și de Legea nr. 297/2004 (art. 169 al. 1 si 1ind.1) și de Regulamentul CNVM nr. 13/2005, art. 76.

În prezent sunt aplicabile dispozițiile Legii nr. 253/2004 iar în legislația pieței de capital dispozițiile Regulamentului ASF nr. 10/2017, art. 66 al. 4.

În terminologia bursieră decontarea³⁵ înseamnă finalizarea unei tranzacții cu titluri de valoare, respectiv stingerea obligațiilor părților la tranzacția respectivă, adică plata prețului și transferul acțiunilor. Dreptul european subliniază ferm caracterul definitiv al decontării³⁶. În concluzie repunerea părților în situația anterioară contravine principiului caracterului definitiv al decontării³⁷.

Pentru claritate, reglementările europene și interne impun fixarea apriorică a unui moment de la care caracterul definitiv al decontării nu mai poate fi contestat³⁸ și în consecință nicio restituire/repunere în situația anterioară nu mai este posibilă.

Reglementarea internă a preluat această normă.³⁹ Conformându-se reglementării europene și interne Depozitarul Central definește momentul de la care decontarea devine irevocabilă⁴⁰ conform regulilor proprii, orice restituire fiind interzisă.

9.1. Subsecvent caracterului definitiv al decontării Depozitarul Central nu are niciun temei de a modifica conturile de valori mobiliare (acțiuni) – în sensul restituirii acțiunilor - nici chiar în temeiul unui titlu executoriu. Transferul de acțiuni din conturile de valori mobiliare deschise la Depozitarul Central este strict reglementat de normele pieței de capital și de reglementările proprii (Codul Depozitarului Central). Toate tranzacțiile cu valori mobiliare între participanții (SSIF în cont propriu sau în contul clienților) la un sistem de decontare a titlurilor de valoare gestionat de un depozitar (CSD) și efectiv decontate în sistemul de decontare a titlurilor de valoare respectiv se supun mecanismului LCP (livrare contra plată)⁴¹. Excepțiile – numite tranzacții directe – sunt de strictă interpretare⁴². Punerea în executare a

³⁵ Regulamentul (UE) nr. 909/2014, art. 2 al. 1 pct. 7.

³⁶³⁶ Obiectul declarat al Directivei nr. 98/98/CE este “*caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a titlurilor de valoare*”.

³⁷ Regulamentul (UE) nr. 909/2014, art. 39: *Caracterul definitiv al decontării*.

³⁸ Regulamentul (UE) nr. 909/2014, art. 39 al. 2: *Un CSD se asigură că fiecare sistem de decontare a titlurilor de valoare pe care îl gestionează definește momentele pentru introducerea și irevocabilitatea ordinelor de transfer în respectivul sistem de decontare a titlurilor de valoare, în conformitate cu articolele 3 și 5 din Directiva 98/26/CE*.

³⁹ Regulamentul ASF nr. 10/2017, art. 66 al. 1.

⁴⁰ Codul Depozitarului Central SA, art. 319 al. 1: *Un ordin de transfer este irevocabil de la momentul realizării procesului de matching în cadrul Platformei T2S; al. 2) Un ordin de transfer poate fi revocat unilateral de participant sau de către Platforma T2S, conform documentației T2S, pana la momentul la care acesta devine irevocabil conform alin. (1); al. 3) Incepand cu momentul precizat la alin. (1), un ordin de transfer nu poate fi revocat unilateral de către un participant la sistemul Depozitarului Central sau de către un tert, fiind protejat conform prevederilor Legii nr. 253/2004. Art. 320: Decontarea ordinelor de transfer devine finală și irevocabilă la momentul decontării ordinelor de transfer în cadrul Platformei T2S.*

⁴¹ Regulamentul (UE) nr. 909/2014, art. 39 al. 7. În dreptul intern, în același sens, Legea nr. 126/2018, art. 175 și Regulamentul ASF nr. 10/2017 art. 68.

⁴² În prezent sunt reglementate de Regulamentul ASF nr. 10/2017, art. 70.

unei hotărâri judecătorești definitive⁴³ în această materie nu poate fi interpretată decât în sensul încadrării acesteia în cazurile limitate de tranzacții directe (de exemplu ieșirea din indiviziune pe cale judiciară) fiindcă altă interpretare ar contraveni sensului de netăgăduit al normelor europene și interne privind caracterului definitiv al decontării.

În același sens – al încadrării obiectului hotărârii judecătorești în cazurile speciale deja reglementate – trebuie interpretată și prevederea privind invalidarea/inconfirmarea unor tranzacții din Codul BVB⁴⁴, act de tip convențional, nu normativ, care nu poate contraveni normelor imperative și trebuie interpretat în sensul acestora.

- 9.2. *Întericția anulării compensării tranzacțiilor și caracterul definitiv al decontării se aplică tuturor tipurilor de tranzacții.* Codul BVB, care este un manual de tranzacționare al pieței BVB, detaliază toate tipurile de tranzacții. Printre ele și tranzacțiile de tip *deal*⁴⁵ (pachete mari de acțiuni) și de tip *cross* (în care un SSIF este intermedianul ambelor părți, ordinele de vânzare și de cumpărare fiind introduse de acesta în sistemul pieței reglementate împreună sau separat)⁴⁶. Regimul privind toate tranzacțiile realizate în sistemul BVB și al Depozitarului Central se supun acelorași reguli privind *întericția anulării compensărilor și caracterul definitiv al decontărilor*.

10. CONCLUZII.

- 10.1. Aplicarea prioritată a dreptului european atrage incidenta Regulamentelor UE (nr. 909/2014 și 648/2012) care permit aplicarea unitară în cauză raportat atât la momentul încheierii tranzacțiilor cât și în prezent.

Forma europeană de legiferare a reglementului face ca aplicarea normelor să fie directă, nemijlocită de o implementare internă.

- 10.2. Modelul de tranzacționare a acțiunilor pe piața regulată BVB implică **compensarea multilaterală** cu un participant central exclusiv (Depozitarul Central SA). Acest model de tranzacționare implică înlocuirea raportului juridic dintre părți cu două raporturi juridice în care intervine Depozitarul Central (contraparte centrală) care este cumpărător pentru

⁴³ Regulamentul ASF nr. 10/2017, art. 70, al. 1 lit. g.

⁴⁴ Codul BVB - operator de piață, Piața reglementată, Titlul III, Cap. VII, art. 163: *In orice alte cazuri decat cele prevazute la art. 158 si art. 159, invalidarea/inconfirmarea unei tranzactii bursiere se dispune prin hotarare judecatoreasca.* Art. 158 definește situațiile excepționale în care poate interveni invalidarea tranzacțiilor.

⁴⁵ Codul BVB - operator de piață, Piața reglementată, Titlul III, art. 113.

⁴⁶ Codul BVB - operator de piață, Piața reglementată, Titlul III, art. 98 ind. 6.

partea vânzătoare din tranzacție și vânzător pentru partea cumpărătoare din tranzacție (decontare pe bază netă).

Procesul de compensare permite calcularea unei poziții financiare nete între fiecare participant (SSIF) față de Depozitarul Central prin însumarea algebraică a drepturilor și creațelor izvorâte din tranzacții într-o zi de tranzacționare pentru toți clienții (vânzători sau cumpărători prin fiecare SSIF).

Subsecvent compensării are loc **decontarea**: participanții (SSIF) asigură achitarea prețului în contul fiecărui vânzător (client al SSIF) și transferul acțiunilor în contul de instrumente financiare al fiecărui cumpărător (client al SSIF).

10.3. Legislația pieței de capital reglementează în mod unitar atât încheierea tranzacțiilor cât și satisfacerea creațelor investitorilor (încasarea prețului pentru vânzător și transferul acțiunilor pentru cumpărător) pe baza principiului LCP (livrare contra plată). Toate aceste etape sunt parte a aceleiași operațiuni bursiere fiindcă tranzacția fără compensare și decontare nu poate exista pe o piață reglementată (BVB).

Reglementările bursiere garantează prin profesioniștii domeniului (SSIF, operator de piață (BVB), Depozitar Central) epuizarea efectelor tranzacției. Viziunea de drept comun: încheierea contractului și în mod separat efectele contractului, executarea lui, este un NON SENS pe piața de capital. Toată esența reglementării ține de garantarea executării tranzacției cu asistență profesioniștilor pieței.

10.4. Finalitatea reglementării bursiere, respectiv garantarea executării tranzacției, asistată de participanții profesioniști ai pieței, justifică normele prohibitive care derogă de la materia contractuală.

A. Interdicția anulării compensării tranzacțiilor. Procesul de compensare multilaterală cu contraparte centrală schimbă fundamental raportul juridic ce izvorăște din tranzacție, respectiv acesta se stinge pentru a lăsa locul unor raporturi juridice între fiecare parte și Depozitar care permit calcularea unei poziții nete zilnice la nivelul fiecărui participant (SSIF). Acest mecanism implică un număr mare de drepturi și obligații financiare aferente tuturor tranzacțiilor încheiate zilnic de un SSIF.

Pentru a nu periclită circuitul bursier (cu un număr mare de alte tranzacții) anularea compensării este interzisă, cu consecința interdicției anulării tranzacției.

Regimul bursier studiat anterior se opune pronunțării unei hotărâri care are ca obiect anularea unei tranzacții încheiate la BVB.

B. Caracterul definitiv al decontărilor și interdicția repunerii în situația anterioară. Executarea unei tranzacții este epuizată prin decontare (plata sumelor bănești și predarea acțiunilor). Modelele de tranzacționare pot să conțină sau nu un proces de compensare (bilaterală sau multilaterală, cu participant central) însă procesul de decontare (plata prețului și transferul acțiunilor) este obligatoriu. Din această cauză reglementările europene și interne tratează diferit interdicția anulării compensări și finalitatea decontării. Modelul de tranzacționare de la BVB (din speță) cunoaște și compensarea, interdicțiile în privința acesteia fiind suficiente pentru interdicția anulării tranzacțiilor (BVB).

Caracterul definitiv al decontărilor implică existența unui moment (fixat exact de Codul Depozitarului) de la care decontarea este ireversibilă oricând din viitor.

În termeni de drept comun restituirea contraprestațiilor (care reprezintă decontarea) este proibită. (Directiva nr. 98/98/CE are ca obiect chiar caracterul definitiv al decontării în sistemele de plăți și de decontare a titlurilor de valoare).

31.01.2020

Cristian GHEORGHE

Doctor în drept
Conf. univ dr. Universitatea N. Titulescu București
Catedra de drept privat

