

CODUL BURSIER

Cui i se aplica ?

Codul Bursei de Valori Bucuresti reprezinta un document emis de catre un operator de piata, autorizat de catre CNVM si reglementeaza, conform art. 2 alin. 2 raportat la art. 2 alin. 1: i) **piata reglementata la vedere** si ii) **piata reglementata la termen**

Intentia Bursei de Valori Bucuresti a fost de a structura Codul BVB in doua parti distincte, si anume, in Cartea I sa fie cuprinse normele privitoare la piata reglementata la vedere, iar in Cartea a II a cele referitoare la piata reglementata la termen.

Pana in prezent a fost elaborata doar Cartea I, aceasta primind in data de 14 Septembrie 2006, dupa indelungi dispute si negocieri^[1], aprobarea Comisiei Nationale a Valorilor Mobiliare.

Cartea a II a, care are in vedere piata reglementata la termen,... inca nu este redactata, in art. 2 alin. 3 al Titlului Preliminar al Codului BVB specificandu-se, extrem de nejuridic, faptul ca aceasta Carte a II a va fi „elaborata si adoptata la momentul stabilit de Consiliul Bursei, potrivit strategiei de dezvoltare a BVB”. Legatura cu dorinta de fuziune cu Bursa de Marfuri si Derivate de la Sibiu este limpede conturata.

Categoriile de persoane, fizice sau juridice, carora le sunt opozabile prevederile Codului BVB sunt descrise in cadrul art.5 din Titlul Preliminar:

a) *participantii la sistemul de tranzactionare al BVB*, respectiv intermediarii inregistrati in Registrul public al CNVM, admisi la tranzactionare pe pietele reglementate la vedere, administrate de BVB;

a1) orice sucursala sau agentie a unui participant;

a2) orice angajat al unui participant, indiferent de natura juridica a raportului existent intre participant si angajat;

b) *emitentii*;

c) *detinatorii de instrumente financiare*;

d) *depozitarul central*;

e) *orice entitate reglementata*;

f) *Bursa de valori Bucuresti*

Din ansamblul reglementarilor in vigoare in acest moment, tinand cont de dispozitiile legislatiei secundare a pietei de capital emise de catre CNVM si de normele Bursei de Valori Bucuresti rezulta ca noul Cod Bursier este aplicabil atat pietei principale a BVB, cat si Pietei Rasdaq. Intentia de a atribui Pietei Rasdaq atributul de sistem alternativ de tranzactionare, in sensul avut in vedere de Legea nr.297/2004, supusa unor reguli de

functionare diferite de piata principala operata de BVB, nu poate constitui drept temei al sustragerii operatiunilor efectuate pe aceasta piata de la regulile noului Cod Bursier, elaborat de catre Bursa de Valori Bucuresti si aprobat de catre CNVM.

Conducerea Bursei de Valori Bucuresti a incercat sa acrediteze ideea ca Piata Rasdaq sau o parte din aceasta piata ar urma sa reprezinte sistemul alternativ de tranzactionare[2]. Pana la infiintarea si autorizarea acestor sisteme alternative de tranzactionare[3], avute in vedere de Legea pietei de capital nr.297/2004, in cadrul art.139-142, toti emitenti care sunt tranzactionati pe platformele Bursei de Valori Bucuresti, se supun regulilor emise de operatorul de piata BVB.

Demn de remarcat

Codul BVB aduce cateva elemente noi, care izvorasc dupa cat se pare din necesitatea evolutiei pietelor administrate, element legat si de patrunderea unor investitori mai sofisticati care s-au vazut pana acum limitati in optiunile lor investitionale de saracia instrumentelor si modalitatilor de tranzactionare oferite de piata de capital din Romania.

Blocul de tranzactionare, pasul de pret, variatia maxima admisa

In general, blocul de tranzactionare reprezintă numărul de instrumente financiare care formează o unitate standard de tranzactionare.

In cazul Bursei de Valori Bucuresti, blocul de tranzactionare reprezinta volumul minim al unui ordin de tranzactionare pe pietele Regular si Deal. Un bloc de tranzactionare, conform noilor reglementari este compus din 100 de actiuni pe aceste doua pietele si dintr-o actiune pe pietele odd lot, buy in si sell-out.

Pasul de pret si protectia de pret au ramas neschimbate fata de reglementarea anterioara data de Procedura BVB nr.4.4 de monitorizare si suspendare a activitatii de tranzactionare.

Variatia zilnica maxima admisa ramane de +/- 15% pe pietele Regular si Deal, pe piata odd lot fiind +/-25% din pretul de referinta.

Marja si vanzarea in lipsa

Pentru prima oara la Bursa de Valori Bucuresti se vorbeste de **tranzactii in marja si vanzari in lipsa**.

In cadrul Titlului III al Codului „Tranzactionarea si supravegherea”, Capitolul V „Tranzactiile bursiere”, la art.134-135 se prevede posibilitatea efectuarii de tranzactii in marja. Atunci cand vine vorba de modalitatea concreta de efectuare a acestor operatiuni,

Codul face trimitere la dispozitiile Regulamentului nr.15/2005 emis de catre CNVM privind serviciile de investitii financiare. Cu toate acestea, nici in acest Regulament CNVM situatia acestui tip de tranzactii nu este foarte clar determinata, intrucat in cadrul art.140 se prevede ca piata reglementata va face publica lista valorilor mobiliare care pot face obiectul cumpararilor in marja, vanzarilor in lipsa, imprumutului de valori mobiliare etc. Oricum, este de subliniat ca raman aplicabile limitele prevazute de Regulamentul nr.15/2005 privind nivelul minim al marjei, respectiv 50% din valoarea de piata a valorilor mobiliare ce urmeaza a fi achizitionate, in cazul marjei initiale si 25% din valoarea curenta a valorilor mobiliare detinute, pe parcursul derularii contractului de cumparare in marja. Cumpararile in marja se pot efectua doar cu privire la valori mobiliare admise la tranzactionare pe piata principala, volumul minim al unei tranzactii in marja fiind un bloc de tranzactionare.

Vanzarile in lipsa sunt supuse de asemenea prevederilor Regulamentului nr.15/2005, in special in privinta cerintelor referitoare la derularea activitatii intermediarilor. Codul BVB acorda directorul general al BVB competenta de a stabili, la inceputul fiecarui semestru, „Lista valorilor mobiliare eligibile cu care se pot initia operatiuni de vanzari in lipsa”^[4].

Conditii cumulative pentru introducerea in sistemul de tranzactionare a unui ordin de vanzare in lipsa a unor instrumente financiare sunt, potrivit art. 139 alin. 2 din Titlul III al Codului:

- pretul este mai mare sau egal cu pretul ultimei tranzactii efectuate pe piata principala;
- pretul este mai mare sau egal cu pretul cel mai bun de vanzare inregistrat in piata principala a valorii mobiliare respective, la momentul introducerii ordinului aferent vanzarii in lipsa.

Codul specifica faptul ca ordinele de vanzare in lipsa a valorilor mobiliare pot fi doar ordine limita, in timp ce ordinele hidden sunt interzise.

Agentul de bursa trebuie sa notifice BVB faptul ca este vorba de o vanzare in lipsa in momentul introducerii ordinului in sistem.

Sanctiuni bursiere si prescrierea sanctiunii

Faptele ilicite la regimul bursier sunt descrise in cadrul Titlului I, „Participantii”, Capitolul V din Codul Bursier. In comparatie cu vechea reglementare, art.27 din Regulamentul BVB nr.4 privind tranzactiile bursiere, unde erau prevazute zece situatii ca reprezentand fapte ilicite la regimul juridic bursier, in textele legale din cadrul noului Cod bursier sunt enumerate 22 de fapte ce sunt considerate a intra in sfera ilicitului.

Fata de vechiul Regulament nr.4, noul cod priveste ca fiind **fapte ilicite**, printre altele: *denigrarea BVB* sau a activitatii sau a personalului unui alt participant; *netransmiterea de catre participanti a documentelor*, solicitate motivat de catre conducerea BVB, referitoare la *activitatea* pe care o desfasoara, la membrii CA, conducatori, agenti de bursa, salariatii, clienti; folosirea materialelor publicitare interzise de BVB; elaborarea si transmiterea raportarilor financiare cu incalcarea reglementarilor Regulamentului nr.15/2005 al CNVM; comunicarea necorespunzatoare a intentiei de fuziune sau divizare; neexecutarea sau executarea necorespunzatoare a obligatiilor de plata catre BVB; executarea de catre un agent de bursa de tranzactii care fac obiectul a minim trei solcitari de corectie a erorii transmise BVB de catre un participant in cursul unui an calendaristic etc.

Savarsirea cu vinovatie a faptelor ilicite la regimul bursier atrage aplicarea de sanctiuni bursiere. Sanctiunile pot viza atat persoanele juridice, participanti la sistemul de tranzactionare al BVB, cat si agentilor de bursa care au savarsit fapte ilicite. Cele mai grave sanctiuni administrativ-disciplinare constau in retragerea calitatii de Participant pentru persoanele juridice, care au calitatea de intermediar si revocarea deciziei de autorizare pentru agentii de bursa.

Sanctiunile patrimoniale pot consta in amenda de la 100 la 6000 RON sau in despagubiri civile corespunzatoare prejudiciului suferit de BVB.

Constatarea savasirii unor fapte ilicite la regimul bursier revine in responsabilitatea Departamentului de Specialitate al BVB, care are competenta materiala in acest sens, conform art.53 din Titlul I al Codului.

Un element de absoluta noutate il reprezinta stabilirea unui **termen de prescriptie** al aplicarii sanctiunilor bursiere. Astfel, aplicarea sanctiunilor pentru faptele ilicite la regimul bursier se prescrie in termen de 6 luni de la data savasirii faptei, iar aplicarea sanctiunilor pentru incalcarea normelor privind disciplina financiara a participantilor se prescrie in termen de un an de la savarsirea faptei.

Marul discordiei-abuzul de piata

Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare nu a aprobat decat pe 14 septembrie codul bursier, desi acesta fusese aprobat de Adunarea Generala a Bursei de Valori Bucuresti in primavara acestui an. Din luarile de pozitie exprimate in mass media a rezultat ca principala problema, care a necesitat si medierea comisiei parlamentare de buget-finante a fost chestiunea constatarii si sanctionarii abuzului de piata. In presa s-a speculat ca indarjirea CNVM de a responsabiliza BVB cu depistarea abuzului de piata a fost generata de implicarea mai multor comisari CNVM in dosarul Rompetrol.

Oricum, in Decizia CNVM nr. 2602 din 14.09.2006, prin care a fost aprobat Codul Bursei de Valori Bucuresti-Titlul Preliminar si Cartea I, in cadrul art.3, se instituie in sarcina BVB

obligativitatea investigarii si determinarii „potentialelor incalcati ale regimului juridic bursier”.

Decizia CNVM arata ca, ori de cate ori exista suspiciuni cu privire la anumite tranzactii, datorita utilizarii unor informatii privilegiate, utilizarii unor practici cu caracter manipulativ sau cu caracter fraudulos. SC BVB SA trebuie sa declanseze o procedura de investigare a acestor tranzactii si sa informeze CNVM.

Decizia CNVM cuprinde si o serie de interdictii, insuficient nuanstate in opinia noastra, cu privire la anumite operatiuni care ar putea constitui practici de manipulare a pretului:

-incheierea unor tranzactii care nu implica un transfer real al dreptului de proprietate prin cumpararea si vanzarea de valori mobiliare simultan sau intr-un interval foarte scurt de timp;

-incheierea de tranzactii de catre o singura societate de servicii si investitii financiare in vederea crearea unei lichiditati artificiale;

-incheierea de tranzactii aranjate in prealabil de doua sau mai multe SSIF, cu exceptia celor de pe Piata Deal, prin introducerea de ordine de cumparare si de vanzare in acelasi timp si la acelasi pret.

Este de remarcat ca BVB nu are posibilitatea legala si tehnica de a depista cea mai mare parte a tranzactiilor vizate de Decizia CNVM. Apoi, apar o serie de impedimente de ordin legal, insurmontabile fata de modul de redactare al Deciziei.

In primul rand, Decizia CNVM are caracterul de act individual, conform art. 7 din Statutul CNVM, inasa Decizia nr.2602 este, fara indoiala, un act care imbraca un vadit caracter normativ.

In al doilea rand, prima interdictie enumerata mai sus reprezinta o abolire indirecta a tranzactiilor intra-day, mai mult decat atat, lasa loc arbitrariului in aprecierea notiunii de „interval foarte scurt de timp”.

Cea de-a doua interdictie enumerata poate da nastere de asemenea, unor decizii arbitrare din parte organelor BVB sau ale CNVM care ar urma sa constate acte de manipulare a pietei. O SSIF poate sa execute intr-o zi tranzactii intr-un volum considerabil pentru anumiti clienti, cu titlurile unui anumit emitent, datorita dorintei clientilor respectivi de a investi in actiunile acelui emitent, fara a fi vorba de o manipulare a pretului. Daca s-ar aplica dispozitia din Decizia CNVM ar trebui sanctionate toate tranzactiile cu pachete mari de instrumente financiare efectuate de aceeasi SSIF.

Si cea de-a treia interdictie poate da nastere unor abuzuri din partea organelor de control, intrucat este absolut firesc ca, in cazul unor emitenti lichizi, sa se introduca mai multe ordine in sistem, de sensuri contrare, in acelasi timp.

lesirea de la tranzactionare

In contextul actual existent pe piata de capital din Romania, problema iesirii de la tranzactionare, astfel cum este ea reglementata in noul Cod BVB trebuie analizata in mod separat.

Sa remarcam doar ca, in sfarsit, Bursa are un cadru normativ mai clar referitor la aceasta institutie juridica.

In cadrul art.65 alin. 2 din Titlul II al codului se prevede, fara echivoc, ca retragerea de la tranzactionare din initiativa emitentului se poate realiza numai prin oferta publica de preluare adresata tuturor celorlalti actionari si pentru toate detinerile acestora, daca ofertantul-actionar majoritar a ajuns la un nivel de detinere de 95% din totalul drepturilor de vot sau a achizitionat in cadrul ofertei peste 90% din actiunile vizate si dac se respecta prevederile art. 206 din legea nr.297/2004 referitoare la dreptul de squeeze out.

[1] Principala disputa a fost legata de sanctionarea faptelor care intra sub incidenta institutiei "abuzului de piata", respective a practicilor de manipulare a pietei si a tranzactionarii in baza informatiilor privilegiate.

[2] Mihai Caruntu, „Dilema fuziunii BVB-Rasdaq”, Revista “Piata Financiara” nr. din 11.02.2006

[3] Conform art. 2 pct.26 din Legea nr.297/2004, “sistem alternativ de tranzacționare este un sistem care pune în prezență mai multe părți care cumpără și vând instrumente financiare, într-un mod care conduce la încheierea de contracte, denumit și sistem multilateral de tranzacționare;

[4] Conform art.137 alin. 3 din Titlul III al Codului, lista sze va publica in prima zi lucratoare a lunilor ianuarie si iulie.