

UNIVERSITATEA BABEȘ-BOLYAI CLUJ-NAPOCA

FACULTATEA DE DREPT

SCOALA DOCTORALĂ

TEZĂ DE DOCTORAT

**MIJLOACE DE PROTECȚIE A INVESTITORILOR PE PIAȚA
DE CAPITAL**

REZUMAT

Conducător de doctorat

Prof. Univ. Dr. Ion TURCU

Doctorand

Vlad-Eugen VERDEȘ

2015

Cuvinte cheie: piață de capital, Bursa de Valori București, acționar, investitor, protecția investitorilor, guvernare corporativă, societăți listate, transparență, informații privilegiate, listare, oferte publice, întreprinderi publice, companii de stat

CUPRINSUL TEZEI DE DOCTORAT

INTRODUCERE

ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

PARTEA I. PROTECȚIA INVESTITORILOR PE PIAȚA DE CAPITAL

ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

Titlul 1. Evoluția istorică a reglementărilor în domeniul pieței de capital

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 1. Considerații istorice introductive

Error! Bookmark not defined.

1.1. Scurte referi la etimologia termenului „bursă”

Error! Bookmark not defined.

1.2. Origini și repere istorice

Error! Bookmark not defined.

1.3. Negoțul pe teritoriul României

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 2. Codul comercial și Legea asupra burselor, mijlocitorilor de schimb și mijlocitorilor de mărfuri din 1881

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 3. Legea asupra burselor de comerț din 1904

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 4. Legea bursei din 1929

Error! Bookmark not defined.

Titlul 2. Principiul transparenței și obligațiile de informare

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 1. Considerații introductive

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 2. Clasificarea obligațiilor de informare pe piața de capital

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 3. Aspecte specifice obligațiilor de informare pe piața RASDAQ

Error! Bookmark not defined.

3.1. Scurtă privire retrospectivă

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 4. Obligațiile de informare continuă

Error! Bookmark not defined.

4.1. Prezentare generală

Error! Bookmark not defined.

4.2. Considerații referitoare la obligațiile de informare continuă

Error! Bookmark not defined.

4.3. Regimul juridic aplicabil informațiilor privilegiate

Error! Bookmark not defined.

4.3.1. Evoluția conceptului

Error! Bookmark not defined.

4.3.2. Sediul materiei în legislația internă

Error! Bookmark not defined.

4.3.3. Conceptul de persoană inițiată

Error! Bookmark not defined.

4.3.4. Situația specială a *data room-urilor*

Error! Bookmark not defined.

4.3.5. Obligațiile impuse în sarcina persoanelor care dețin informații privilegiate.

Error! Bookmark not defined.

Procedura de comunicare

Error! Bookmark not defined.

4.3.6. Interdicția de a comunica informațiile privilegiate

Error! Bookmark not defined.

4.3.7. Interdicția de a exploata informațiile privilegiate

Error! Bookmark not defined.

4.3.8. Limite legale ale principiului divulgării informațiilor privilegiate

Error! Bookmark not defined.

Concluzii

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 5. Obligații de informare periodică

Error! Bookmark not defined.

5.1. Considerații de ordin general

Error! Bookmark not defined.

5.2. Domeniul și intensitatea informării periodice

Error! Bookmark not defined.

5.2.1. Exactitatea (conformitatea) informațiilor furnizate

Error! Bookmark not defined.

5.2.2. Relevanța datelor financiar-contabile și ale informațiilor referitoare la riscurile

Error! Bookmark not defined.

și șansele de dezvoltare ale societății

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 6. Executarea obligațiilor și modalitățile de difuzare a informației

Error! Bookmark not defined.

6.1. Aspecte comune

Error! Bookmark not defined.

6.2. Publicitatea informărilor continue

Error! Bookmark not defined.

6.3. Publicitatea informărilor periodice

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 7. Considerații privind răspunderea civilă în domeniul bursier, cu privire la fapte ilicite

Error! Bookmark not defined.

ce țin de nerespectarea regimului informațional

Error! Bookmark not defined.

7.1. Chestiuni prealabile	Error! Bookmark not defined.
7.2. Natura raporturilor juridice care se nasc între participanții la o tranzacție bursieră	Error! Bookmark not defined.
7.3. Posibile remedii de sorginte contractualistă pentru investitorii prejudiciați	Error! Bookmark not defined.
7.3.1. Anularea tranzacției pe motiv de dol	Error! Bookmark not defined.
7.3.2. Eroarea	Error! Bookmark not defined.
7.4. Condițiile răspunderii civile pentru delictе bursiere informaționale	Error! Bookmark not defined.
7.4.1. Fapta ilicită	Error! Bookmark not defined.
7.4.2. Prejudiciul	Error! Bookmark not defined.
7.4.3. Raportul de cauzalitate	Error! Bookmark not defined.
7.4.4. Vinovăția	Error! Bookmark not defined.
7.5. Oportunitatea creării unui fond de despăgubire a investitorilor pentru fapte ilicite bursiere	Error! Bookmark not defined.
Concluzii	Error! Bookmark not defined.

Titlul II. Protecția investitorilor în contextul admiterii la tranzacționare a valorilor mobiliare Error!
Bookmark not defined.

Capitolul 1. Statutul juridic al pieței Rasdaq	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 2. Înființarea, rolul și atribuțiile Autorității de Supraveghere Financiară	Error! Bookmark not defined.
2.1. Procesul legislativ de înființare	Error! Bookmark not defined.
2.2. Era necesară înființarea acestei noi instituții?	Error! Bookmark not defined.
2.3. Structură, atribuții și organizare	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 3. Condiții necesar a fi îndeplinite pentru admiterea la tranzacționare din perspectiva Legii nr. 297/2004	Error! Bookmark not defined.
3.1. Condiții referitoare la prospect	Error! Bookmark not defined.
3.2. Publicitatea prospectului	Error! Bookmark not defined.
3.3. Condiții specifice de admitere la tranzacționare pe o piață reglementată a acțiunilor	Error! Bookmark not defined.
3.3.1. Condiții referitoare la emitent	Error! Bookmark not defined.
3.3.2. Condiții referitoare la valorile mobiliare	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 4. Condiții necesar a fi îndeplinite pentru admiterea la tranzacționare din perspectiva Regulamentului CNVM nr. 1/2006	Error! Bookmark not defined.
4.1. Situații în care întocmirea unui prospect și utilizarea serviciilor unui intermediar nu sunt necesare	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 5. Condiții necesar a fi îndeplinite pentru admiterea la tranzacționare din perspectiva Codului Bursei de Valori București	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 6. Considerații de drept comparat cu privire la admiterea la tranzacționare	Error! Bookmark not defined.
6.1. Condiții de admitere la tranzacționare pe o piață reglementată din Anglia	Error! Bookmark not defined.
6.2. Condiții de admitere la tranzacționare pe o piață reglementată din Franța	Error! Bookmark not defined.

PARTEA A II-A. PROTECȚIA ACȚIONARILOR ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

TITLUL 1. ANALIZA REGLEMENTĂRILOR SPECIFICE DREPTULUI PIEȚEI DE CAPITAL PRIN RAPORTARE LA CADRUL NORMATIV SOCIETAR DE DREPT COMUN ERROR!
BOOKMARK NOT DEFINED.

Capitolul 1. Votul cumulativ	Error! Bookmark not defined.
1.1. Definiția și domeniul de aplicare al votului cumulativ	Error! Bookmark not defined.

1.2. Avantaje și dezavantaje ale procedurii cumulative	Error! Bookmark not defined.
1.3. Originea și aplicabilitatea votului cumulativ în alte sisteme de drept	Error! Bookmark not defined.
1.4. Reglementarea actuală a votului cumulativ	Error! Bookmark not defined.
1.5. Problema revocării administratorilor aleși prin metoda votului cumulativ	Error! Bookmark not defined.
defined.	
1.6. Raportul dintre instituția administratorului independent și votul cumulativ	Error! Bookmark not defined.
defined.	
1.7. Încălcarea dreptului la vot prin procedura cumulativă	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 2. Delegarea de competențe AGEA către consiliul de administrație pentru operațiuni de majorare a capitalului social	Error! Bookmark not defined.
2.1. Considerații privind cadrul normativ existent în dreptul național, în cel francez, respectiv în cel britanic	Error! Bookmark not defined.
2.2. Expunerea procedurii rezoluțiilor scrise, specifică dreptului britanic	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 3. Dreptul de preferință al acționarilor la majorarea capitalului social	Error! Bookmark not defined.
defined.	
3.1. Definiție și caractere juridice. Titularii dreptului de preferință	Error! Bookmark not defined.
3.2. Ridicarea dreptului de preferință	Error! Bookmark not defined.
3.3. Interesul social vs. interesul acționarului în favoarea căruia au fost ridicate drepturile de preferință ale celorlalți acționari	Error! Bookmark not defined.
3.4. Termenul în care poate fi exercitat dreptul de preferință	Error! Bookmark not defined.
3.5. Efectele exercitării dreptului de preferință	Error! Bookmark not defined.
3.6. Tranzacționarea drepturilor de preferință pe piața de capital	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 4. Dreptul la dividende	Error! Bookmark not defined.
4.1. Modalitatea prin care se determină termenul în care vor fi plătite dividendele	Error! Bookmark not defined.
defined.	
4.2. Aspecte de drept procesual	Error! Bookmark not defined.
4.3. Plata dividendelor prin emiterea de noi acțiuni	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 5. Autorizarea de către AGEA a actelor încheiate de către administratori ce depășesc o anumită valoare	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 6. Reguli speciale privind întocmirea situațiilor financiare ale emitenților admiși la tranzacționare pe o piață reglementată	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 7. Adunările generale ale societăților listate	Error! Bookmark not defined.
7.1. Data de referință în legislația specială a pieței de capital	Error! Bookmark not defined.
7.2. Reprezentarea acționarilor în adunările generale	Error! Bookmark not defined.
7.3. Despre procuri ca înscrișuri <i>ad validitatem</i> în temeiul cărora se exercită dreptul de vot prin reprezentare	Error! Bookmark not defined.
7.4. Convocarea adunării generale	Error! Bookmark not defined.
7.4.1. Persoanele care pot solicita convocarea adunării generale	Error! Bookmark not defined.
7.4.2. Publicitatea convocării	Error! Bookmark not defined.
7.5. Informațiile care trebuie puse la dispoziția acționarilor anterior întrunirii adunării generale	Error!
Bookmark not defined.	
7.6. Votul prin corespondență	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 8. Dreptul de retragere în cazul fuziunii sau divizării societății listate cu alocarea de acțiuni ce nu sunt admise la tranzacționare	Error! Bookmark not defined.
8.1. Prezentarea cadrului normativ aplicabil în materie	Error! Bookmark not defined.
8.2. Procedura prin intermediul căreia se exercită dreptul de retragere prevăzut în legislația pieței de capital în cazul aprobării unei operațiuni de fuziune	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 9. Dreptul de <i>squeeze out</i>	Error! Bookmark not defined.
9.1. Aspecte generale	Error! Bookmark not defined.
9.2. Noțiunea de preț echitabil în contextul procedurii de <i>squeeze out</i>	Error! Bookmark not defined.
9.3. Procedura propriu-zisă	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 10. Dreptul de <i>sell out</i>	Error! Bookmark not defined.
Concluzii	Error! Bookmark not defined.

TITLUL 2. OFERTELE PUBLICE ÎN CONTEXTUL PROTECȚIEI INVESTITORILOR	Error!
Bookmark not defined.	
Scurt istoric al reglementărilor comunitare cu privire la ofertele publice	Error! Bookmark not defined.
Considerații prealabile	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 1. Publicitatea ofertelor publice – mijloc de înfăptuire a protecției investitorilor	Error! Bookmark not defined.
not defined.	
1.1. Măsurile pe care le poate adopta ASF în legătură cu ofertele publice, în interesul investitorilor	Error! Bookmark not defined.
Bookmark not defined.	
1.2. Răspunderea juridică pentru nerespectarea prevederilor legale referitoare la realitatea, exactitatea și acuratețea informațiilor din prospectul/documentul de ofertă și din anunț	Error! Bookmark not defined.
Bookmark not defined.	
1.3. Calitatea informațiilor furnizate în cadrul prospectului/documentului de ofertă pentru a se asigura protecția investitorilor	Error! Bookmark not defined.
1.4. Natura răspunderii civile	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 2. Ofertele publice de vânzare din perspectiva protecției investitorilor	Error! Bookmark not defined.
not defined.	
2.1. Prețul în cadrul ofertelor publice de vânzare – element esențial pentru investitori	Error! Bookmark not defined.
defined.	
2.2. Conținutul prospectului de ofertă și protecția adecvată a investitorilor	Error! Bookmark not defined.
2.3. Mecanismul ofertei publice	Error! Bookmark not defined.
2.4. Activități de solicitare a intenției de investiție – mijloace publicitare sau de sondare a opiniei investitorilor?	Error! Bookmark not defined.
2.5. Activități de stabilizare a prețului și potențialul impact al acestora asupra pieței	Error! Bookmark not defined.
defined.	
Capitolul 3. Ofertele publice de cumpărare în contextul protecției investitorilor	Error! Bookmark not defined.
not defined.	
3.1. Conceptul de „persoane care acționează în mod concertat”	Error! Bookmark not defined.
3.2. Procedura aprobării documentului de ofertă	Error! Bookmark not defined.
3.3. Prețul în cadrul ofertelor publice de cumpărare	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 4. Oferta publică de preluare voluntară și drepturile acționarilor	Error! Bookmark not defined.
4.1. Obligativitatea consiliului de administrație al societății vizate de a formula un punct de vedere cu privire la ofertă	Error! Bookmark not defined.
4.2. Importanța prețului în cadrul ofertei publice de preluare voluntară pentru investitori	Error! Bookmark not defined.
not defined.	
4.3. Răspunderea ofertantului pentru prejudiciile cauzate societății prin lansarea unei oferte nesincere	Error! Bookmark not defined.
defined.	
Capitolul 5. Ofertele publice concurente	Error! Bookmark not defined.
5.1. Derularea licitației	Error! Bookmark not defined.
Capitolul 6. Ofertele publice de preluare obligatorii	Error! Bookmark not defined.
6.1. Noțiunea de control și semnificația sa de drept al Uniunii în contextul ofertelor de preluare obligatorii	Error! Bookmark not defined.
6.2. Tranzacțiile exceptate și tranzacțiile prin care se dobândesc neintenționat drepturi de vot peste pragul minim legal	Error! Bookmark not defined.
6.3. Modalitatea de stabilire a prețului	Error! Bookmark not defined.
6.4. Noțiunea de persoane care acționează în mod concertat și implicațiile sale în materia ofertelor de preluare obligatorii	Error! Bookmark not defined.
6.5. Atingerea sau depășirea pragului de 33% din drepturile de vot. Ce dețineri sunt luate în considerare de autoritatea sectorială în acest sens?	Error! Bookmark not defined.
6.6. Natura termenului de 2 luni pentru lansarea ofertei de preluare obligatorii. Încercări eșuate de calificare ca termen de decădere	Error! Bookmark not defined.
6.7. Termenul de prescripție al acțiunii în răspundere pentru încălcarea prevederilor legale incidente	Error! Bookmark not defined.
Bookmark not defined.	
Concluzii	Error! Bookmark not defined.

TITLUL 3. ORGANIZAREA ȘI FUNCȚIONAREA SOCIETĂȚILOR LISTATE ÎN TEMEIUL REGULILOR PRIVIND GUVERNANȚA CORPORATIVĂ

Preliminarii. Definiție.

Error! Bookmark not defined.

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 1. Radiografia reformei mecanismelor de guvernare corporativă a întreprinderilor publice

Error!

Bookmark not defined.

1.1. Remunerarea membrilor organelor de administrare

Error! Bookmark not defined.

1.1.1. Criterii de stabilire a remunerației

Error! Bookmark not defined.

1.1.2. Cine fixează remunerația?

Error! Bookmark not defined.

1.1.3. Structura remunerației

Error! Bookmark not defined.

1.1.4. Raportul comitetului de nominalizare și remunerare

Error! Bookmark not defined.

1.2. Obligațiile și răspunderea membrilor organelor de administrare

Error! Bookmark not defined.

1.2.1. Obligația de diligență și prudență

Error! Bookmark not defined.

1.2.2. Regimul conflictelor de interese

Error! Bookmark not defined.

1.2.3. Obligația de monitorizare a subordonaților și obligația de divulgare a operațiunilor

problematică foștilor membri ai consiliului de administrație sau foștilor directori

not defined.

Error! Bookmark not defined.

1.2.4. Acțiunea în răspundere

Error! Bookmark not defined.

1.3. Protecția acționarilor minoritari

Error! Bookmark not defined.

1.3.1. Votul cumulativ și procedura sa de aplicare în contextul alegerii membrilor organelor de administrare ale întreprinderilor publice

Error! Bookmark not defined.

1.4. Mijloace de protecție a investitorilor specifice OUG nr. 109/2011

Error! Bookmark not defined.

1.4.1. Transparența întreprinderilor publice

Error! Bookmark not defined.

1.4.2. Transparența politicii de acționariat

Error! Bookmark not defined.

1.4.3. Transparența procesului de selecție a membrilor consiliului de administrație/supraveghere și a directorilor/membrilor directoratului

Error! Bookmark not defined.

1.4.4. Transparența informațiilor financiare și non-financiare

Error! Bookmark not defined.

1.4.4.1. Raportările periodice

Error! Bookmark not defined.

1.4.4.2. Raportările continue. Tranzacții cu persoane implicate

Error! Bookmark not defined.

Capitolul 2. Analiza codurilor de guvernare corporativă aplicabile pe cele mai dezvoltate piețe

din România, Franța, respectiv Marea Britanie

Error! Bookmark not defined.

2.1. Analiza Codului de guvernare corporativă al Bursei de Valori București

Error! Bookmark not defined.

defined.

2.1.1. Analiza declarațiilor „aplici sau explici” prezentate de un număr de 10 societăți listate

Error!

Bookmark not defined.

2.2. Codul de guvernare corporativă a societăților listate AFEP-MEDEF (Franța)

Error! Bookmark not defined.

defined.

2.3. Codul de guvernare corporativă a societăților listate din Marea Britanie

Error! Bookmark not defined.

defined.

Capitolul 3. Considerații privind remunerarea membrilor organelor de conducere

Error! Bookmark not defined.

defined.

3.1. Natura raportului juridic dintre administrator și societate

Error! Bookmark not defined.

3.2. Cine stabilește remunerația?

Error! Bookmark not defined.

3.2.1. Societățile pe acțiuni

Error! Bookmark not defined.

3.2.2. Societățile listate

Error! Bookmark not defined.

3.2.3. Companiile de stat

Error! Bookmark not defined.

3.3. Rolul comitetelor de remunerare

Error! Bookmark not defined.

3.4. Regula „say on pay”

Error! Bookmark not defined.

3.5. Transparența remunerației

Error! Bookmark not defined.

3.6. Aspecte de drept comparat referitoare la transparența remunerației

Error! Bookmark not defined.

3.7. Recomandările Comisiei Europene cu privire la transparența remunerației

Error! Bookmark not defined.

defined.

3.8. Indemnizațiile de neconcurență (non-competition) și de încetare a mandatului (severance pay, indemnités de départ)

Error! Bookmark not defined.

3.9. Clawback

Error! Bookmark not defined.

3.10. Structura remunerației

Error! Bookmark not defined.

CONCLUZII

ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

BIBLIOGRAFIE

ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

TEZĂ DE DOCTORAT

MIJLOACE DE PROTECȚIE A INVESTITORILOR PE PIAȚA DE CAPITAL

REZUMAT

Structura lucrării se concentrează pe tema principală (protecția investitorilor) din perspectiva celor două situații primordiale în care se poate regăsi un investitor pe piața de capital. În primul rând, este vorba despre perioada pre-investițională, înțeleasă ca acea perioadă în care investitorul prospectează piața în vederea luării unei decizii de investiție în instrumentele emise de unul sau unii dintre emitenți. În al doilea rând, este vorba despre perioada post-investițională, în care investitorul fie urmărește să își lichideze poziția într-un mod cât mai avantajos posibil, fie să se implice în viața societară, vânzarea instrumentelor reprezentând doar un obiectiv secundar. Astfel, fiecărei perioade menționate îi corespunde câte o parte din lucrare.

Prima parte a tezei debutează cu o prezentare istorică a domeniului, urmată de trecerea în revistă a legislației aplicabile de-a lungul timpului în materia analizată, însoțită de prezentarea unor decizii de speță inedite, mai ales din perioada interbelică. În continuare, lucrarea se axează pe pilonul său central, reprezentat de problematica transparenței pieței și obligațiile de informare. Acest titlu se încheie prin analiza răspunderii civile pentru delictele informaționale și a remediilor aflate la dispoziția investitorilor prejudiciați. Protecția investitorilor în contextul admiterii la tranzacționare a emitenților este avută de asemenea în vedere, acestei teme fiindu-i consacrat Titlul II din Partea I.

Cea de a doua parte a tezei înglobează o analiză exhaustivă a reglementărilor derogatorii de la regimul de drept comun conținute în LPC, din perspectiva investitorilor și a modului în care acestea le consolidează sau, dimpotrivă, le afectează dreptul la o protecție adecvată. În continuare este prezentat domeniul ofertelor publice, cu mecanismele sale specifice și sancțiunile aplicabile în cazul încălcării prescripțiilor legale. Lucrarea se încheie cu titlul III al

părții a II-a (intitulat „Organizarea și funcționarea societăților listate în temeiul regulilor privind guvernanta corporativă”), în cuprinsul căruia sunt analizate normele de *corporate governance* aplicabile atât societăților în general, cât și companiilor de stat (întreprinderilor publice, în accepțiunea legiuitorului român), avându-se în vedere atât normele de hard law, cât și cele de soft law reprezentate în principal de principalele coduri de guvernanta corporativă adoptate la nivelul BVB (Bursa de Valori București), Euronext și LSE (London Stock Exchange).

Scopul tezei este de a prezenta, analiza și formula concluzii și propuneri *de lege ferenda*, într-o manieră preponderent juridică, asupra unei materii catalogate de multe ori ca fiind aflată la confluența științelor economice și juridice, fără a ignora însă aspectele interdisciplinare, acolo unde acestea sunt indispensabile pentru analiza tematicii avute în vedere.

În analiza temei propuse ne-am axat pe prezentarea legăturilor și a interdependențelor existente între normele de drept primar (atât european, cât și național), cele de drept secundar (în special regulamentele CNVM și ASF) și cele așa-numite de *soft law* (codurile de guvernare corporativă). Efortul interpretativ a avut ca premisă ideea că, în caz de conflict între reglementări de nivele diferite se va încerca întotdeauna acordarea de eficiență reglementării secundare, însă numai în situația în care aceasta nu se află în dezacord total cu norma primară.

Titlul 1 („Evoluția istorică a reglementărilor în domeniul pieței de capital”) al Părții I („Protecția investitorilor pe piața de capital”) tratează, din punct de vedere al evoluției istorice, reglementările speciale dedicate domeniului burselor, astfel cum s-au succedat acestea în sistemul juridic românesc de-a lungul timpului. Acest titlu debutează cu o prezentare etimologică a termenului „bursă” și continuă cu referiri succinte la originea burselor în Europa și, ulterior, în România.

Prima reglementare a apărut la 1881, odată cu adoptarea Codului comercial și a Legii asupra burselor, mijlocitorilor de schimb și mijlocitorilor de mărfuri din 1881. Legea prevedea deschiderea oficială a bursei la 1 ianuarie 1882, însă acest lucru s-a întâmplat abia la sfârșitul anului. Autoritățile au preferat această amânare pentru a se înlătura un eventual risc. Bursa se deschide deci oficial la data de 1 Decembrie 1882.

Legea cuprinde 100 de articole și este structurată în două titluri, Titlul I, cu două secțiuni (Despre bursele de comerț și Despre comitetul Bursei), incluzând primele 18 articole

din lege și, Titlul II, mult mai întins, *Despre natura operațiunilor care se pot efectua la bursă și numirea agenților care pot încheia acest gen de operațiuni.*

Legea asupra burselor de comerț din 9 mai 1904 a redefinit instituția bursieră, reglementând o nouă organizare a instituției dictată de rezultatele prea puțin satisfăcătoare ale legii din 1881, păstrând în același timp din legea veche acele dispoziții care din perspectiva utilității lor practice au constituit un plus, generând încredere în lumea comercianților pentru o activitate reglementată în domeniu, care putea înlătura ori cel puțin diminua semnificativ incertitudinea generată de tranzacțiile încheiate în cafenele ori în stradă.

Legea din 1929 cuprinde unele dispoziții pe care le-am putem cataloga ca fiind unele centrale, reprezentând practic o inovație, respectiv acelea prin s-au separat practic instituțiile burselor de mărfuri și burselor de valori, „burse de efecte, acțiuni și schimb și burse de mărfuri”, având în vedere că până la acel moment activitatea bursieră nu cunoscuse o asemenea diviziune. Pentru fiecare se prevăd reguli proprii de organizare și funcționare. Câștigul imediat al acestei separări a constat în faptul că s-a creat posibilitatea, inexistentă până în acel moment, ca burse de efecte, acțiuni și schimb să poată funcționa în orașe importante, acolo unde economia era dezvoltată.

Titlul 2 („Principiul transparenței și obligațiile de informare”) analizează mijloacele legale prin care se asigură eficacitatea acestui principiu, limitele sale obiective și subiective, prezentând totodată în mod structurat obligațiile de informare și sancțiunile aplicabile în cazul nerespectării acestora.

Principalul instrument prin intermediul căruia legiuitorul a ales să asigure buna funcționare a piețelor de capital este reprezentat de reglementarea, în sarcina emitenților (dar nu numai), a numeroase obligații de informare ce umplu de conținut și conferă eficacitate conceptului mai larg de *transparență a participanților la piață*. Deși reprezintă mai degrabă o noțiune ce ține de sfera economică, corecta funcționare a piețelor de capital presupune în mod absolut indispensabil executarea întocmai a tuturor obligațiilor de informare de către *toți* emitenții de valori mobiliare și de către celelalte persoane obligate în acest sens.

Buna funcționare a piețelor de capital și, în special, justa și corecta evaluare a societăților cotate trebuie să fie corelate cu posibilitatea acordată atât cumpărătorilor, cât și vânzătorilor de titluri, de a dispune de informații care să le permită să evalueze în mod just,

concordant cu realitatea, instrumentele financiare pe care le tranzacționează. Noțiunea de *transparență* înglobează acele exigențe specifice ale piețelor reglementate referitoare la informarea investitorilor, așa cum au fost ele trasate de jurisprudența, doctrina și legislația în domeniu. Transparența, în sens larg, reprezintă conceptul care cuprinde toate informațiile ce pot afecta prețul și volumul tranzacțiilor derulate pe o piață reglementată. Aceste exigențe depășesc atât din punct de vedere cantitativ, cât și calitativ, informarea ce are loc între cocontractanți cu ocazia încheierii altor acte juridice bilaterale translativ de proprietate.

Transparența societăților cotate este reglementată printr-un ansamblu de norme speciale, derogatorii de la regimul de drept comun societar, ce formează corpul unei reglementări comunitare destul de laborioase, precum și printr-o legislație națională inspirată în mare parte din cadrul normativ european, și anume *Legea privind piața de capital nr. 297/2004* și reglementările secundare emise de C.N.V.M., A.S.F. și de operatorii de piață.

Cea mai răspândită clasificare a obligațiilor informaționale este cea realizată în funcție de caracterul informării care se urmărește a se realiza. Astfel, obligațiile de informare se pot clasifica în *obligații de informare continue* și *obligații de informare periodice*. Diferența între cele două tipuri principale de informări constă în momentul de la care societatea cotată este obligată să divulge respectivele informații. Astfel, în cazul obligațiilor de informare continuă, momentul nu este predeterminat, ci intervine aleatoriu, fără o ritmicitate prestabilită, odată cu survenirea unui eveniment corporativ important care trebuie prezentat pieței. Pe de altă parte, în cazul informărilor periodice, acestea apar pe fondul unei stări generale de expectativă, investitorii așteptându-se ca anumite informații să le fie furnizate în anumite intervale de timp prevăzute de lege.

Alături de obligațiile de informare periodică, obligațiile de informare continuă dețin cea mai mare pondere din totalul obligațiilor de informare reglementate actualmente în legislația internă și europeană. Caracteristica comună esențială a obligațiilor ce se circumscriu acestei categorii constă în asigurarea celerității procesului de informare. Această caracteristică se află în perfectă concordanță cu modalitate de desfășurare a tranzacțiilor bursiere în timp real. În orice caz, obligațiile de informare continuă, prin natura lor, sunt cele mai apropiate de obiectivul urmărit de legiuitor, transparența societății comerciale. Obligațiile de informare periodică sunt, înainte de toate, un mijloc de exercitare a dreptului de supraveghere și control a gestiunii din partea acționarilor. Pe de altă parte, informarea continuă îndeplinește, pe lângă funcția de protecție a intereselor investitorilor, și rolul de protecție a intereselor acționarilor și ale terților

angajați în raporturi juridice cu societatea – *stakeholderi*. În ceea ce privește informarea continuă, aceasta se explică prin aceea că la nivelul pieței bursiere unde titlurile sunt tranzacționate trebuie să se realizeze o cotație corectă și continuă a valorilor mobiliare, iar unei cotații continue trebuie să îi corespundă o informare continuă.

Secțiunea 3.3 („Regimul juridic aplicabil informațiilor privilegiate”) din cadrul capitolului 3 („Obligațiile de informare continuă”) își propune să realizeze o radiografie cvasi-exhaustivă a problematicii și să propună mijloace de îmbunătățire a activității de informare realizate prin intermediul informațiilor privilegiate, având în vedere ponderea acestora în scandalurile bursiere recente și importanța păstrării caracterului secret atunci când legea impune acest lucru.

Domeniul informațiilor privilegiate reprezintă, probabil, punctul cel mai sensibil al întregii construcții juridice menite să protejeze investitorii ce acționează pe piețele de capital. Informațiile privilegiate au reprezentat, încă de la apariția primelor piețe de capital organizate, unul dintre factorii ce influențau în mod decisiv deciziile de afaceri. Pentru a contracara eventualele privilegii informaționale care puteau apărea, legiuitorii, indiferent de jurisdicție, au creat instituții juridice prin intermediul cărora s-a urmărit estomparea până la dispariție a privilegiilor informaționale, cu scopul de a asigura egalitatea investitorilor sub aspectul datelor pe care aceștia le dețin și pe care își fundamentează deciziile investiționale.

Interdicția de exploatare a informațiilor privilegiate prevăzute de art. 245 alin. 1 LPC urmărește evitarea situațiilor de inegalitate informațională în care o persoană care deține informații privilegiate tranzacționează sau intenționează să tranzacționeze, direct sau indirect, în baza acestor informații, valorile mobiliare la care acestea se referă.

Interdicția de exploatare a informațiilor privilegiate este aplicabilă doar dacă tranzacțiile efectuate privesc instrumente financiare la care se referă respectivele informații și doar în măsura în care informațiile privilegiate sunt efectiv *utilizate* de către cei care le dețin.

Actualul ansamblu normativ referitor la informațiile privilegiate este construit, în mare măsură, pe principiile enunțate la nivel comunitar. Domeniul informațiilor privilegiate este extrem de complex, neputând avea pretenția ca prezentul studiu să fi epuizat ori să se fi apropiat măcar de exhaustivitatea temei. Subiectul analizat reprezintă o fațetă de o importanță practică covârșitoare pentru profesioniștii piețelor de capital, linia de demarcație dintre informații

privilegiate și cele publice ori dintre folosirea conformă și utilizarea abuzivă a acestora constituind adevărate pietre de moară pentru cei care se confruntă în mod direct și cotidian cu astfel de împrejurări.

Desigur că activitatea investițională la nivelul piețelor de capital este bazată în proporție foarte mare pe culegerea de informații și prelucrarea acestora în vederea luării de decizii de afaceri, însă rolul statului prin autoritatea de supraveghere și prin organele de urmărire penală este de a crea un spațiu egalitar pentru toți investitorii, chiar și între cei instituționali și simplii „jucători”, pentru ca, în final, tranzacțiile să fie efectuate strict pe considerente corecte și legitime care asigură o cotație reală a respectivului instrument financiar.

Obligațiile de informare periodică, tratate în Capitolul 4, reprezintă poate cele mai utile instrumente aflate la îndemâna investitorilor, atât actuali cât și potențiali, raportările periodice reprezintă oglindirea rezultatelor societății pe parcursul unor perioade determinate de timp. Societățile listate au obligația să întocmească, să pună la dispoziția publicului și să transmită către C.N.V.M. (A.S.F.) și către operatorul de piață rapoarte trimestriale, semestriale și anuale. Acestea prezintă o anumită periodicitate, întrucât trebuie alcătuite și remise într-un interval de timp prestabilit calculat de la încheierea perioadei de raportare (45 de zile de la încheierea perioadei de raportare pentru rapoartele trimestriale; 2 luni de la încheierea perioadei de raportare pentru rapoartele semestriale; 4 luni de la încheierea perioadei de raportare pentru rapoartele anuale).

Pentru a putea atinge dezideratul transparenței nu este suficient ca informarea să fie completă (exhaustivă) și promptă, ci este necesar ca aceasta să fie și exactă, în sensul de a nu induce în eroare investitorii.

Capitolul 6 („Considerații privind răspunderea civilă în domeniul bursier, cu privire la fapte ilicite ce țin de nerespectarea regimului informațional”) analizează condițiile generale privind angajarea răspunderii civile delictuale în cazul faptelor care țin de ilicitul informațional, cu o privire specială asupra particularităților prezentate de unele aspecte tehnice inerente domeniului.

Anterior modificărilor survenite prin OUG nr. 32/2012, LPC prevedea, la art. 277 alin. 2, că persoanele fizice, care în calitatea lor de administratori, reprezentanți legali sau exercitând de jure sau de facto funcții de conducere sau activități cu titlu profesional reglementate de

prezenta lege, sunt ținute la repararea prejudiciilor patrimoniale cauzate prin fapta care constituie contravenție potrivit alin. 1 al aceluiași articol, dar numai dacă aceste persoane puteau și trebuiau să prevină săvârșirea faptei prejudiciabile și, cu toate acestea, nu au făcut-o. În plus, textul legal prevedea că răspunderea civilă va fi angajată solidar raportat la toate persoanele care se fac vinovate de încălcarea unei norme imperative. Acest articol a fost abrogat prin OUG nr. 32/2012, astfel că LPC nu mai conține nicio reglementare specială referitoare la condițiile de angajare a răspunderii civile delictuale în cazul comiterii de fapte ilicite bursiere. În acest context, angajarea răspunderii civile delictuale urmează regulile de drept comun, însă cu anumite nuanțări rezultate din specificul materiei.

Concluzia principală a subsecțiunii este că se impune amendarea Legii nr. 297/2004 și a regulamentelor subsecvente emise de reglementatorul sectorial în vederea introducerii de mecanisme specifice apte să asigure investitorilor prejudiciați o protecție reală și eficientă împotriva delictelor informaționale.

O soluție în acest sens ar reprezenta-o crearea fondurilor specializate de compensare a investitorilor ce ar urma să fie alimentate din sancțiunile contravenționale aplicate de A.S.F., precum și din alte surse care suntem convinși că ar putea fi identificate.

Titlul II („Protecția investitorilor în contextul admiterii la tranzacționare a valorilor mobiliare”) al Părții I tratează problematica mecanismelor specifice pieței de capital prin care se urmărește asigurarea protecției investitorilor înainte și la momentul primordial al existenței publice a societății comerciale care solicită listarea.

Admiterea la tranzacționare este un proces benevol, întemeiat pe voința asociaților societății ce urmează să fie listată, reprezentând în același timp și momentul de la care societatea intră într-o nouă fază, fiind supusă, post-admitere, la o serie de obligații noi de raportare (dar nu numai) prin dobândirea calității de „emitent”. Practic, odată cu admiterea la tranzacționare, emitentul se transformă dintr-o societate închisă în una deținută public (deschisă).

Fără a avea pretenția de a fi exhaustivi, admiterea la tranzacționare produce următoarele modificări majore în viața societară: societatea trebuie să asigure un tratament egal tuturor investitorilor; societatea este obligată să se supună obligațiilor de raportare continue și periodice; anumite norme speciale privind funcționarea societăților listate devin aplicabile; societatea este obligată să își conducă contabilitatea prin raportare la standardele IFRS și la

Legea contabilității nr. 82/1991; societatea se va supune obligației de auditare; societatea devin subiect de drept în raporturile cu ASF, aceasta putându-și exercita prerogativele de control, supraveghere și reglementare asupra emitentului.

În concluzie, apreciem că stadiul actual al legislației naționale, care transpune reglementarea Uniunii în domeniu, asigură un grad suficient de transparență al emitenților și al instrumentelor financiare propuse spre tranzacționare astfel încât investitorii să beneficieze de o protecție corespunzătoare. În acest context, al admiterii la tranzacționare, considerăm că trebuie să subliniem faptul că informarea publicului investitor se realizează de cele mai multe ori într-o manieră exhaustivă, emitentul fiind interesat să își asigure o capitalizare cât mai însemnată și, din acest motiv, este dispus să pună la dispoziția investitorilor toate informațiile impuse de reglementările aplicabile, într-o formă cât mai accesibilă și care să încurajează investitorii să adopte o atitudine activă față de instrumentele propuse. Spre deosebire de situația admiterii la tranzacționare, în privința obligațiilor de informare continuă, respectiv periodică, putem afirma că impulsul natural al emitenților este opacitatea.

Partea a II-a a lucrării (intitulată „Protecția acționarilor”) este formată din trei titluri, fiecare fiind divizat în mai multe capitole. În cadrul Titlului I („Analiza reglementărilor specifice dreptului pieței de capital prin raportare la cadrul normativ societar de drept comun”) ne propunem să efectuăm o radiografie a principalelor instituții de drept societar în privința cărora legiuitorul pieței de capital a considerat că se impune fie o extindere, fie o limitare o domeniului de aplicare, sau, în unele cazuri, o nuanțare a normelor de drept comun, toate acestea reprezentând, în viziunea noastră, modalități concrete prin care s-a urmărit asigurarea integrității pieței și, în final, protecția intereselor investitorilor. Din acest motiv, abordarea se concentrează, în principal, pe reliefaarea mecanismelor și a soluțiilor concrete și eficiente adoptate de legiuitor pentru atingerea acestui obiectiv, fără a neglija însă chestiunile de drept societar.

Societățile comerciale ale căror acțiuni sunt tranzacționate pe o piață reglementată se diferențiază în mod fundamental de societățile de drept comun prin aceea că sunt supuse unor obligații stricte de informare și, de asemenea, prin faptul că regimul juridic aplicabil organizării și funcționării acestora se caracterizează printr-o atenție sporită acordată intereselor investitorilor. Din analiza efectuată a reieșit că principiul coordonator al întregii construcții legislative care reglementează piața de capital este acela al protecției investitorilor. Acest principiu este liantul care unește aspecte ce pot părea, la prima vedere, eterogene, cum ar fi

reglementarea votului cumulativ, drepturile acționarilor (în special dreptul la dividende), autorizarea de către adunarea generală a operațiunilor de majorare de capital social și a actelor încheiate de administratori ce depășesc o anumită valoare, dreptul acționarilor de retragere în cazul derulării unei fuziuni sau divizări, precum și exercitarea drepturilor de *squeeze out*, respectiv de *sell out*.

Titlul II („Ofertele publice”), deși prezintă un pronunțat caracter tehnic, este indispensabil pentru o analiză completă a temei avute în vedere (protecția investitorilor). La nivel funcțional, din perspectiva subiectului activ, ofertele publice reprezintă operațiunile de piață prin intermediul cărora diferiți participanți la piață (emitenți sau investitori-acționari) își exprimă disponibilitatea de a intra în raporturi juridice de achiziție, înstrăinare sau de preluare (achiziție forțată). Analiza se axează pe diviziunea clasică a ofertelor publice (oferte publice de vânzare, de cumpărare, de preluare), cu mențiunea că ofertele publice de vânzare inițiale sunt tratate în cuprinsul Părții I, Titlul II.

Procedura ofertei publice de vânzare începe prin supunerea spre aprobarea ASF a unui prospect de ofertă. Ulterior aprobării, ofertantul publică anunțul de ofertă și documentele aferente (prospect, formulare de subscriere ș.a.), după care începe perioada de subscriere propriu-zisă în interiorul căreia investitorii pot achiziționa valorile mobiliare ce fac obiectul ofertei. După închiderea cu succes a perioadei de derulare a ofertei, conform dispozițiilor cuprinse în prospect, urmează etapa operațiunilor de alocare și decontare. Ofertantul are obligația să notifice ASF rezultatul ofertei în termen de 5 zile lucrătoare de la data închiderii acesteia, iar ASF va confirma primirea notificării într-un interval de 10 zile lucrătoare. În cazul în care avem de-a face cu o ofertă publică primară de vânzare, etapa următoare va consta în depunerea prospectului și a notificării menționate anterior la Registrul Comerțului în vederea înregistrării majorării de capital social. După admiterea cererii de către Registrul Comerțului, emitentul va solicita în baza acestui document eliberarea de către ASF a certificatului de înregistrare a valorilor mobiliare. Ultima etapă constă în înregistrarea valorilor mobiliare la depozitarul central și transferul acestora către conturile investitorilor subscriitori.

În ceea ce privește ofertele publice de cumpărare, am opinat că deși definiția oferită de legiuitor include o serie de caracteristici esențiale ale ofertelor publice de cumpărare, aceasta nu surprinde principalul obiectiv urmărit de către ofertant în cadrul acestei proceduri, și anume preluarea controlului asupra societății listate. Din acest punct de vedere, considerăm că definiția oferită de legiuitorul european în cuprinsul art. 2 alin. (1) lit. (a) din Directiva 2004/25/CE din

21 aprilie 2004 privind ofertele publice de cumpărare este preferabilă întrucât prevede explicit că „oferta publică de cumpărare” sau „ofertă” înseamnă o ofertă publică (cu excepția unei oferte făcute de însăși societatea în cauză) adresată deținătorilor de valori mobiliare ale unei societăți pentru achiziționarea tuturor acestor valori mobiliare sau a unei părți dintre ele, indiferent dacă oferta este obligatorie sau voluntară, cu condiția să urmărească sau să aibă ca obiectiv preluarea controlului societății în cauză în conformitate cu legislația internă.

Analiza continuă cu prezentarea ofertelor publice de preluare obligatorii. Protecția investitorilor poate fi realizată în mai multe forme și poate avea o serie întreagă de aplicații, însă, probabil, una dintre cele mai importante situații faptice, concrete, cu privire la care se impunea instituirea unui mecanism legal de protecție este aceea în care intervine o schimbare semnificativă în structura acționariatului. Schimbarea acționariatului este de importanță maximă pentru acționarii minoritari pentru că o asemenea împrejurare aduce cu sine de cele mai multe ori și o ajustare de viziune în ceea ce privește conducerea societății, managementul societar fiind înlocuit ca urmare a modificării respective. Această înlocuire a managementului rezultă din dorința noilor acționari de a avea sub control indirect pârghiile executive prin care să își poată pune în aplicare concepțiile și ideile, planurile și previziunile privind societatea achiziționată.

În acest context, s-a simțit nevoia creării unui mecanism de protecție a acționarilor minoritari în astfel de situații deoarece acționarii care dețin controlul nu vor mai fi interesați în a observa și punctele de vedere ale acționarilor minoritari, aceștia rămânând, în lipsa unei norme de protecție, captivi în societatea-țintă pentru că valorilor mobiliare deținute de ei nu ar mai prezenta interes în piață din cauza faptului că influența minoritarilor este redusă. Desigur, aceasta nu înseamnă că nu ar putea exista investitori speculativi care să achiziționeze respectivele valori mobiliare, însă interesul în piață pentru respectivele valori mobiliare ar fi, fără îndoială, unul scăzut.

Ofertele publice de cumpărare, în general, și ofertele publice de preluare, în special, reprezintă, fără îndoială, un teren extrem de propice pentru concretizarea principiului protecției investitorilor. Date fiind necesitatea de armonizare și cea de transpunere în dreptul național a reglementărilor comunitare relevante, domeniul ofertelor publice de preluare beneficiază în prezent de o arhitectură comparabilă și accesibilă la nivelul tuturor statelor membre, deși unele diferențe între reglementările acestora există în continuare ca urmare a negocierilor intense care au precedat adoptarea Directivei 2004/25/EC. Dreptul român nu putea face, astfel, notă

discordantă. În opinia noastră, importanța deosebită acordată în primul rând modalității de stabilire a prețului în cadrul ofertelor publice de preluare și, în al doilea rând, stabilirii raporturilor dintre diverse entități în temeiul cărora ia naștere obligația lansării ofertei în cazul ofertei publice obligatorii, ne permit să afirmăm că prin actuala reglementare a acestor oferte se conferă o protecție reală și eficientă investitorilor. Nu în ultimul rând, rolul activ asumat de către autoritatea administrativă în domeniu raportat la ofertele publice de preluare, evidențiat de jurisprudența destul de bogată în materie, nu poate decât să constituie o garanție suplimentară pentru protecția intereselor investitorilor.

În cadrul Titlului al III-lea („Organizarea Și Funcționarea Societăților Listate În Temeiul Regulilor Privind Guvernanța Corporativă”) din Partea a II-a ne-am propus să analizăm reglementările și mecanismele funcționale care intră în sfera de aplicare a noțiunii de corporate governance, acordând o atenție specială întreprinderilor publice în contextul relativ recente reforme legislative adoptate prin OUG nr. 109/2011 privind guvernanța corporativă a întreprinderilor publice.

Conceptul de „corporate governance” desemnează ansamblul normelor de *hard law* și de *soft law* prin care se urmărește gestionarea relațiilor juridice și de afaceri existente în interiorul unei societăți, dar și față de terți (furnizori, alți parteneri contractuali, societăți dependente, societăți-mamă, salariați, etc.), cu scopul de a asigura investitorilor și acționarilor o protecție adecvată. După cum se poate observa chiar din definiția noțiunii, obiectivul principal urmărit prin implementarea acestui concept este chiar protecția investitorilor și a acționarilor. Pornind de la premisa că principiile de *corporate governance* își găsesc aplicabilitatea, de regulă, în cazul societăților deschise, cu un acționariat dispersat, în care acționarii nu pot controla în mod direct, prin intermediul mijloacelor clasice (revocarea administratorilor, promovarea acțiunii în angajarea răspunderii administratorilor ș.a.) activitatea administrației, s-a simțit nevoia posturării anumitor reguli care să inhibe tendința firească a administrației de expansiune a controlului asupra societății, precum și care să asigure echilibrul între acționari și o relație echitabilă între societate și *stakeholderi*.

Capitolul I al Titlului al III-lea are în vedere reforma guvernanței corporative a întreprinderilor publice, astfel cum a fost aceasta realizată prin intermediul OUG nr. 109/2011. Mecanismele de guvernanță introduse prin OUG nr. 109 din 30 noiembrie 2011 privind guvernanța corporativă a întreprinderilor publice iau în considerare structura Orientărilor OCDE cu privire la guvernanța întreprinderilor de stat (2005), coroborate cu preluarea adaptată

la particularitățile întreprinderilor de stat a unor instrumente de guvernare din dreptul comun al societăților.

Cu titlu de concluzie intermediară, am apreciat că prin raportare la întreaga analiză realizată la nivelul întreprinderilor publice care intră sub incidența OUG nr. 109/2011, privite în abstract, instituțiile și mecanismele juridice implementate prin acest act normativ sunt, fără îndoială salutare pentru soarta acestor societăți și companii, însă la nivel practic, s-au observat, în perioada scursă de la intrarea în vigoare a ordonanței, o serie întreagă de impedimente și atitudini reticente în ceea ce privește punerea în aplicare a normelor respective, astfel încât nici în prezent nu se poate afirma cu tărie că toate întreprinderile publice (societățile și companiile de stat calificate astfel de OUG nr. 109/2011) respectă cu strictețe regulile stabilite de legiuitor.

Capitolul al II-lea („Analiza codurilor de guvernare corporativă aplicabile pe cele mai dezvoltate piețe din România, Franța, respectiv Marea Britanie”) își propune să realizeze o privire comparativă a reglementărilor de soft law existente în cele trei sisteme de drept, cu toate că termenii de comparație sunt disproporționați având în vedere faptul că Codul BVB este atât insuficient de bine conturat din perspectiva problemelor tratate, cât și lacunar și ambiguu pe alocuri.

În final, am apreciat necesară o analiză a reglementărilor incidente în materia remunerației organelor de administrare ale societăților în general, reguli care sunt aplicabile, desigur, și în privința societăților listate. În cuprinsul analizei, am încercat să răspundem la o serie de întrebări, precum cine stabilește remunerația, care sunt obligațiile de transparență aplicabile în domeniu, care este gradul de conformare în raport cu aceste obligații, în ce măsură pot să influențeze acționarii quantumul și componenta remunerației, care sunt cele mai utilizate scheme de remunerare și, nu în ultimul rând, în ce condiții poate o societate să solicite restituirea remunerației achitate membrilor organelor de administrare.

