

**Universitatea București**

**Facultatea de Drept**

**Teză de Doctorat**

**Drd. Paul Dan Viorel**

**CONDUCĂTOR DE DOCTORAT**

Prof. univ. dr. **Gheorghe Piperea**

**REZUMAT AL TEZEI DE DOCTORAT**

*“Tranzacționarea valorilor mobiliare la Bursa de Valori.*

*Raportul juridic dintre vânzător și cumpărător”*

## **Introducere**

Teza de doctorat are ca obiect analiza complexă a raportului juridic dintre vânzător și cumpărător parte a unei tranzacții în piața de capital, în contextul prevederilor legislative și de reglementare naționale și europene. Studiul este structurat în treisprezece titluri, ce îmbină dimensiunea teoretică, legislativă, tehnologică și instituțională.

## **Actualitatea și importanța temei de cercetare**

Importanța subiectului tezei de doctorat este evidențiată în contextul evoluției complexității cadrului legislativ și de reglementare, atât național, cât și european. Calitatea actului legislativ, buna guvernare și eficiența actului de supraveghere a pieței de capital influențează, în mod direct, buna funcționare a pieței de capital, cu valențe nu doar academice, ci și sociale.

Creșterea dimensiunii pieței, prin prisma participanților, emitenților, volumului tranzacționat, complexității operațiunilor, necesită o abordare constructivă, care să asigure o funcționare operațională predictibilă și transparentă.

Tranzacționarea bursieră nu este un simplu contract de vânzare-cumpărare, ci o operațiune juridică complexă, compusă din mai multe acte juridice interdependente. Această abordare holistică permite o înțelegere mai completă a mecanismelor și a scopurilor tranzacției bursiere.

Actualitatea temei, este, așadar argumentată practic și impune corelarea exigentă ale aspectelor teoretice cu realitățile pieței.

## **Structura lucrării**

Primul capitol tratează apariția primelor burse și evoluția pieței de capital din România de la primele tranzacții cu efecte funciare din secolul al XIX-lea, trecând prin experimentele privatizării în masă și haosul instituțional al anilor '90, până la rigoarea directivelor europene MiFID II și standardele de guvernanță. Dacă secolul al XIX-lea și perioada interbelică au demonstrat capacitatea de a construi instituții financiare funcționale, iar perioada comunistă a adus o altă formă de organizare a economiei - fără Bursă, perioada contemporană ilustrează reziliența și capacitatea de convergență cu standardele globale. Acest titlu parcurge și principalele legi care au contribuit la reînființarea pieței de capital.

*Capitolul 2* prezintă cadrul legislativ aplicabil pieței de capital, principalele Directive și Regulamente europene, precum și nivelurile legislative: nivelul european, cel național (Legile), reglementările ASF), Codul BVB.

Nivelul superior este reprezentat de legislația europeană, în special Directiva MiFID II și Regulamentul MiFIR, care stabilesc principiile generale și cerințele pentru funcționarea piețelor de capital din Uniunea Europeană.

Nivelul național concretizat prin legi, în special prin Legea nr. 126/2018 (transpunerea MiFID II) și Legea nr. 24/2017 (privind emitenții de instrumente financiare). Aceste legi definesc conceptele cheie, condițiile de autorizare pentru BVB și obligațiile emitenților față de piață.

Legislația secundară, reglementările Autorității de Supraveghere Financiară (ASF), care detaliază și aplică prevederile legale prin norme, regulamente și instrucțiuni obligatorii pentru toți participanții la piață. Sunt descrise Autoritățile de reglementare, autorizare și control: ASF, BNR și ESMA - autoritatea europeană.

În *Capitolul 3* este oferită o prezentare detaliată a structurii și funcționării pieței de capital din România, punând accent pe rolul juridic și funcțional al entităților cheie implicate: Bursa de Valori București (BVB), Depozitarul Central (DC) și Fondul de Compensare a Investitorilor (FCI), se explică transformarea juridică a Emitentului de valori mobiliare în vederea listării, precum și se prezintă actorii pieței de capital.

*Capitolul 4* analizează obiectul material al raportului juridic de tranzacționare a valorilor mobiliare la Bursa de Valori București (BVB), natura juridică a instrumentelor financiare, valorile mobiliare tranzacționate la bursă. Totodată, se abordează dematerializarea instrumentelor financiare, analizând avantajele și dezavantajele acestui proces, impactul asupra drepturilor proprietarilor și aspectele legate de transferul și evidența proprietății și rolul crucial al Depozitarului Central în transferul proprietății acțiunilor în timpul procedurilor de vânzare forțată, subliniind importanța sa în asigurarea certitudinii juridice și a eficienței tranzacțiilor cu acțiuni.

În *Capitolul 5* se analizează formarea contractului în Codul civil și formarea contractului la bursă. Sunt prezentate drepturile și obligațiile, etapele esențiale de la formarea contractului, ordinul de tranzacționare, până la decontare și livrare, mecanismele de vânzare forțată: buy -in și sell-out, patologia contractului de tranzacționare la bursă, mecanismele de protecție a investitorilor.

Totodată, sunt analizate contractele și raporturile juridice integrate în tranzacția la bursă: contractul de intermediere, contractul de depozitare, raportul juridic cu BVB, raportul juridic cu Depozitarul Central și ASF și tranzacții speciale: tranzacția deal și cross.

*Capitolul 6* prezintă cele trei atribute cheie ale BVB (derivată, condiționată, controlată) și încheind cu implicații practice pentru diferite părți interesate. Totodată, se explorează nuanțele puterii BVB, evidențiind natura sa hibridă, care îmbină elemente contractuale și de reglementare, precum și limitele autorității BVB și dependența sa de mecanisme de control externe - ASF și sistemul judiciar.

În *Capitolul 7*, sunt analizate tranzacționarea algoritmică și tranzacționarea de înaltă frecvență (HFT), pornind de la contractul tradițional și ajungând la schimbările radicale introduse de tranzacționarea de înaltă frecvență și implicațiile acesteia în tranzacționarea la bursă, evidențiindu-se atât avantajele (lichiditate crescută, spread-uri mai restrânse), cât și dezavantajele (potențialul de instabilitate a pieței, „iluzia lichidității”) asociate cu HFT.

Prezentul titlu include un studiu al reglementărilor existente care vizează atenuarea riscurilor HFT (de exemplu, întrerupătoare de circuit, limitatoare de viteză) și oferă o analiză comparativă a modului în care diferite autorități europene (AMF din Franța, BaFin din Germania și FCA din Regatul Unit) și-au implementat regulamentele MiFID II și MAR pentru a controla utilizarea algoritmilor de trading (AT).

*Capitolul 8* analizează rolul Contrapărții Centrale (CCP) în infrastructura post-tranzacționare a piețelor financiare, cu accent pe aspectele juridice ale compensării centrale și eliminarea riscului individual de neexecutare a tranzacției datorită interpunerii juridice ale CPP între părțile unei tranzacții, transformând obligațiile bilaterale inițiale într-un contract trilateral prin

mecanismul juridic al novației. Totodată, sunt analizate mecanismele juridice aferente decontării prin Depozitarul Central în contextul pieței de capital românești, precum și principiul DVP (Delivery versus Payment) ce asigură simultaneitatea transferului instrumentelor financiare și a plății, eliminând riscul principal.

În *Capitolul 9*, este prezentat cadrul juridic al Depozitarului Central, relația sa cu Participanții și tipologii contractuale conexe: contractul de custodie și contractul de garanție financiară.

*Capitolul 10* prezintă un studiu aprofundat al rolului esențial pe care îl joacă protecția investitorului pentru consolidarea încrederii în piața financiară românească și face o comparație între protecția investitorului și protecția consumatorului. Deși ambele regimuri juridice au ca scop protejarea părților mai slabe într-o relație comercială, protecția investitorului se concentrează pe complexitatea pieței de capital și riscurile inerente instrumentelor financiare.

Totodată, sunt analizate mecanismele de protecție ex-ante și ex-post a investitorilor: transparența și obligațiile de informare (continuuă și periodică), mecanisme care intervin după ce un prejudiciu a fost produs, cum ar fi Fondul de Compensare a Investitorilor, un accent deosebit fiind pus pe regulile de conduită ale intermediarilor și obligațiile față de investitori.

În *Capitolul 11*, este analizat cadrul legal privind răspunderea intermediarilor, a auditorilor, a autorităților în România și căile de soluționare a litigiilor, explorând responsabilitatea patrimonială a ASF pentru acțiunile sau omisiunile sale care prejudiciază investitorii dar și arbitrajul instituționalizat care oferă celeritate, confidențialitate și specialiști în dreptul pieței de capital.

*Capitolul 12*, a fost dedicat analizei abuzului de piață și a modului în care este reglementat în România, definiția abuzului de piață subliniind principalele tipuri de comportament interzis: utilizarea informațiilor privilegiate, divulgarea neautorizată a acestora și manipularea pieței. Analiza menționează derogările de la interdicții pentru anumite tranzacții, cum ar fi cele legate de programele de răscumpărare a acțiunilor proprii sau stabilizarea valorilor mobiliare. Aceste

excepții sunt importante pentru a asigura funcționarea normală a pieței. Totodată, este descris aparatul sancționator și rolul Autorității de Supraveghere Financiară

*În Capitolul 13*, teza respinge calificarea contractului de tranzacționare bursieră ca un simplu contract de vânzare și îl descrie ca o operațiune juridică complexă, compusă din mai multe contracte interconectate. Această abordare evidențiază caracterul *sui generis* al contractului de tranzacționare bursieră și complexitatea mecanismelor care asigură transferul eficient și securizat al dreptului de proprietate, analizează aplicabilitatea teoriei grupului de contracte la tranzacțiile bursiere din România. Această interdependență permite aplicarea teoriei grupului de contracte, cu consecințe precum comunicarea nulităților și extinderea răspunderii contractuale.

#### Concluzii generale

Piața de capital reprezintă centrul financiar al capitalismului. Instituția centrală este Bursa, prin ea sunt finanțate companii, municipalități, state. Actorii pieței sunt numeroși și tot mai sofisticăți, la fel și tranzacțiile care au loc zilnic. Astăzi ne confruntăm cu apariția unor fenomene noi: roboții de tranzacționare, schimbări de reguli, adaptarea la noua paradigmă fiind esențială. Raporturile juridice dintre toate părțile implicate merită cercetate în detaliu pentru a înțelege realitatea în care trăim.

Drd. Paul Dan-Viorel

28 ianuarie 2026