

LA PROTECTION DES INVESTISSEURS DANS LA LÉGISLATION ROUMAINE DU MARCHÉ DE CAPITAL

Author: Rădița CORCHEȘ*

Abstract: *L'un des objectifs fondamentaux de la réglementation du marché des valeurs mobilières est représenté par la protection des investisseurs qui présuppose l'égalité entre ceux-ci, la transparence du marché, la réglementation et sa surveillance. La Loi no. 297/2004 concernant le marché de capital a renoncé d'une manière erronée à réglementer d'une façon expresse ce principe. Quand même, cet act normatif aussi, est gouverné par deux principes sous-sommés à l'idée de la protection des investisseurs: l'égalité entre les investisseurs et la transparence du marché. La transparence du marché est nécessaire pour assurer l'égalité des investisseurs, la consolidation de la confiance des investisseurs dans les produits du marché de capital, en général, et dans les valeurs mobilières dans lesquelles ceux-ci investissent, en particulier, pour stimuler les investissements dans des valeurs mobilières et la protection contre les fraudes. La transparence du marché en tant que principal moyen de protection des investisseurs se trouve dans une relation d'inter-dépendance avec le droit à l'information des investisseurs. La transparence du marché est aussi un principe des règlements communs européens concernant les marchés de capital, en constituant une exigence à laquelle les normes roumaines doivent s'harmoniser en vue de l'intégration dans l'Union Européenne. Le principe de l'égalité présuppose que le risque investitionnel soit également réparti entre les investisseurs et les droits patrimoniaux ou non-patrimoniaux afférents aux valeurs mobilières soient non-discriminatoires. Pour cela, sont interdites la manipulation du marché et les transactions basées sur des renseignements privilégiés et dans le cas des dépassements de niveau, il sont obligatoires l'offre publique ou selon le cas, la retraitance du marché de tous valeurs mobilières émises par la société en cause. Pour offrir à chaque investisseur la possibilité de l'évaluation du risque investitionnel et aussi pour défendre le public non-informé sur les possibles fraudes, les émissions et les transactions des valeurs mobilières se développent sur un marché réglementé (organisé) sous une stricte surveillance exercée par l'autorité de réglementation et contrôle et dans des conditions de protection des investisseurs.*

Keywords: *Marché des valeurs mobilières, Investisseurs, Risque investitionnel, Transparence*
JEL Classification: *K 22*

I. La définition du concept d'investisseur dans la législation du marché de capital

Antérieurement à la Loi no. 297/2004, la législation roumaine des valeurs mobilières distinguait entre les investisseurs habituels et ceux qualifiés (sophistiqués), en conformité avec l'idée de risque de l'investissement dans des valeurs mobilières, faite avec l'intention d'obtenir du profit.

Dans ce sens, c'est un investisseur toute personne physique ou juridique qui, sur son propre risque, achète, détient et vend et/ou change des instruments financiers avec l'intention d'obtenir du

* PhD. Candidate, Assistance, Law Faculty, "Spiru Haret" University of Bucharest, Romania.

profit des dividendes ou intérêts aux instruments financiers en cause ou de l'augmentation de leur valeur de marché.(art. 2, par. 1, point 19, OG no. 28/2002).

L'investisseur sophistiqué est caractérisé par la capacité d'évaluer le risque investitionnel et les ressources nécessaires pour prendre ce risqué.

De cette distinction il résulte la position différente vis-à-vis du marché de capital de ceux deux catégories d'investisseurs.

L'investisseur habituel, parce qu'il n'a pas la capacité d'évaluer le risqué investitionnel et pas celle de l'assumer, il est le destinataire principal des normes de protection des investisseurs.

La loi 297/2004 a renoncé à cette dichotomie, en définissant seulement l'investisseur qualifié, la nouvelle loi a abandonné – d'une façon erronée, à notre opinion – l'idée de risqué de l'investissement.

Dans la nouvelle conception légale, l'investisseur habituel est toute personne qui n'accomplit pas les conditions pour être considéré investisseur qualifié.

Les investisseurs qualifiés ne sont plus définis en fonction de la capacité d'évaluer et de s'assumer le risque d'investissement, sinon pour des critères descriptifs en fonction de leur dimension, de leur position dans le marché de capital ou de la grandeur de l'affaire.

L'égalité des investisseurs est, en premier lieu, une égalité devant le risqué investitionnel.

La possession des valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers et toute transaction avec celles-ci, sont dominés de l'idée de chances de gagne et perte car nous sommes en présence d'une investition et des actes de commerce.

Dans les transactions avec des valeurs mobilières, le risqué de l'affaire est le risque d'investissement.

On a donc en vue, la chance de gagner ou le risqué de perdre par la possession ou la transaction avec des valeurs mobilières.

Ce risqué est égal pour tous, chaque investisseur ayant, dans la quantité donnée par son investissement, les mêmes chances de gagne et perte.

La majorité des investisseurs qualifiés sont des investisseurs institutionnels. Ceux-ci ne s'impliquent dans le management de la société qu'occasional, et, en général, évident les responsabilités afférentes des actions qui assurent le contrôle.

Comme poids de l'investissement, le marché de capital est dominé par des investisseurs institutionnels.

En général, dans la catégorie des investisseurs institutionnels sont inclus les fonds d'investissements (organismes de placement collectif), les fonds à capital avec du risqué (venture capital), les SIF(spécifiques pour la Roumanie), les fonds de pensions et d'assurances sociales de santé, les sociétés d'assurances,etc.

Les valeurs mobilières, étant des véhicules investitionnels avec un certain degré de risque et s'adressant au public investisseur, sont destinés au drainage et à la mobilisation financière vers des projets d'investissement d'ampleur.

Ayant en vue les avantages du financement par le marché de capital et la tendance du public d'investir dans des instruments financiers, les compagnies qui se proposent à se développer sont de plus en plus intéressées à accéder à la cote d'une bourse et d'ici la tendance ascendante des financements à capital, qui circulent sur les marchés financiers. Il s'agit en particulier des économies d'argent(mobilisées sous la forme des instruments financiers) d'un grand nombre des personnes, mais qui investissent chacun une somme relativement réduite dans une certaine valeur immobilière.

Pour cela, la législation du marché de capital se propose comme but la mobilisation des disponibilités en argent par l'intermédiaire des investissements dans des instruments financiers, dans des conditions de protection des investisseurs.

II. La protection des investisseurs sur le marché de capital

Pour offrir à chaque investisseur la possibilité d'évaluer le risque d'investissement, et pour défendre le public sans défense de possibles fraudes, les émissions et transactions des valeurs

mobilières se développent sur *un marché réglementé*, organisée sous *une stricte surveillance* exercée par l'autorité de réglementation et control et dans des conditions de *protection des investisseurs*.

L'un des objectifs fondamentaux de la réglementation du marché des valeurs mobilières est représenté par *la protection des investisseurs*, qui présuppose l'égalité entre les investisseurs, la transparence du marché, la réglementation et sa surveillance.

La loi no. 297/2004 concernant le marché de capital a renoncé d'une manière erronée à réglementer d'une façon expresse ce principe. Quand même, cet act normatif aussi, est gouverné par deux principes sous-sommés à l'idée de la protection des investisseurs: l'égalité entre les investisseurs et la transparence du marché.

2.1. L'égalité entre les investisseurs

Le principe de l'égalité présuppose que le risque investitional soit également réparti entre les investisseurs et les droits patrimoniaux ou non-patrimoniaux affectés aux valeurs mobilières soient non-discriminatoires.

Pour cela, sont interdites la manipulation du marché et les transactions basées sur des renseignements privilégiés et dans le cas des dépassements de niveau, il sont obligatoires l'offre publique ou selon le cas, la retraite du marché de tous valeurs mobilières émises par la société en cause.

Un investissement efficace suppose en principal, la diversification du risque des investissements et, en subsidiaire, la capacité d'assimiler les informations fournies, de plus en plus complexes et volumineuses, ce qui constitue l'apanage des investisseurs sophistiqués, étant moins à la disposition des petits investisseurs.

Il revient à l'autorité de réglementation (la Commission Nationale des Valeurs Mobilières) le devoir d'atténuer ce risque d'investissements, en faveur des petits investisseurs ou d'avertir sur celui-ci par l'information correcte, prompte et complète concernant l'objet des investissements et les qualités des intermédiaires avec lesquels il est en traitatives et par des actions préventives pour découvrir les fraudes.

Le risque investitional est en principe directement proportionnel avec les sommes investies.

On peut affirmer que l'investisseur stratégique ou l'actionnaire majoritaire de l'émetteur est à risque d'avantage du point de vue quantitatif, que l'investisseur minoritaire, mais l'investissement de l'actionnaire majoritaire peut influencer davantage son patrimoine, que l'investissement de l'actionnaire minoritaire.

D'autre part, dans le cas de dissipation des actions entre un grand nombre d'actionnaires, celui qui détient un pourcentage significatif a le privilège d'exercer le contrôle sur la société surtout dans la situation où les autres actionnaires ne sont pas intéressés et ne participent pas aux séances générales.

La protection des investisseurs, surtout des actionnaires minoritaires, doit avoir en vue ces proportions, pour ne pas se transformer dans une violation des intérêts des actionnaires majoritaires et, en conséquence, dans un abus de droit.

Dans les conditions où les exigences de transparence du marché sont respectées, le principe de la protection des investisseurs ne peut pas être invoqué pour exonérer les investisseurs des conséquences préjudiciables de leur propre action de manifestation sur le marché.

Le risque investitional, dans ces conditions fait inutile le recours aux normes juridiques de protection. L'investisseur doit dans cette qualité, assumer le risque – constitué de la concurrence et les facteurs conjoncturels – et à supporter les effets négatifs qui découlent à un moment donné de sa conduite sur le marché.

2.2. La transparence du marché

La transparence du marché représente le moyen principal de défense des investisseurs.

Le marché des valeurs mobilières se définit par le caractère public des informations concernant ses éléments (valeurs mobilières, émetteurs, leur activité, les institutions publiques impliquées, les intermédiaires).

La transparence du marché est nécessaire pour assurer l'égalité des investisseurs, la consolidation de la confiance des investisseurs dans les produits du marché de capital en général et dans les valeurs mobilières dans lesquelles ceux-ci investissent en particulier, pour stimuler les investissements dans des valeurs immobilières et la protection des investisseurs contre les fraudes.

La transparence du marché assure les prémisses égales de l'évaluation du risque investionnel.

L'investisseur, dans la base des informations sur l'émetteur, sur son activité et les valeurs mobilières émises par celui-ci peut diversifier d'une manière efficace le portefeuille et orienter les flux investionnels vers des valeurs mobilières liquides et efficaces.

Les éventuelles fraudes peuvent être identifiées dans des conditions de transparence et les conséquences de la perte de confiance peuvent être évitées par l'information prompte des investisseurs sur les mesures coercitives disposées pour sanctionner les fraudes.

Pour ces raisons, la transparence est un principe fondamental du marché des valeurs mobilières. Les règles de la transparence s'adressent en égale mesure aux émetteurs à leurs actionnaires majoritaires, aux managers mais aussi aux institutions publiques ou privées impliquées dans le commerce avec des valeurs mobilières.

Pour les investisseurs, la transparence est importante, car elle leur offre un indice raisonnable de la valeur et rentabilité des portefeuilles qu'ils détiennent.

La transparence du marché est un principe de règlements communs européens concernant les marchés de capital, en constituant une exigence à laquelle les normes roumaines doivent s'harmoniser en vue de l'intégration dans l'Union Européenne.

2.3. Le droit à l'information des investisseurs

La transparence du marché comme principal moyen de protection des investisseurs, se trouve dans une relation d'interdépendance avec *le droit à l'information des investisseurs*.

Les dispositions légales concernant le droit des investisseurs à l'information ont en vue les principaux types d'informations qui doivent être données à la publicité pendant l'existence de l'émetteur, le régime juridique des événements importants et l'interdiction de la manipulation du marché et de l'abus sur le marché surtout par l'institution du régime juridique des informations privilégiées et/ou confidentielles.

Les investisseurs doivent être informés en ce qui concerne le moment et les conditions de l'inscription dans la cote de la bourse ou de l'enregistrement sur un autre marché réglementé à la structure de l'actionariat de l'émetteur, aux dépassements de niveau et aux offres publiques.

Le dernier genre d'information est étroitement lié soit du régime juridique de la société commerciale émettrice des instruments financiers, soit du régime juridique des opérations de marché.

La société émettrice admise au transactionnement sur un marché réglementé doit assurer un traitement égal pour tous les investisseurs qui détiennent des valeurs mobilières de la même classe, en créant tous les facilités et en fournissant les informations nécessaires à l'exercice des droits des investisseurs par:

- a) L'information des investisseurs sur les organisations des séances générales et la création des conditions pour l'exercice complet du droit de vote;
- b) L'information publique sur l'allocation et le paiement des dividendes, l'émission de nouvelles valeurs mobilières ci inclus sur les opérations de distribution, souscription, renonciation et conversion;
- c) La désignation en tant qu'agent de paiement d'une institution financière par laquelle les investisseurs peuvent exercer les droits financiers exceptant le cas où l'émetteur assure lui-même ces services.

Le droit à l'information des investisseurs est corrélatif à l'obligation d'information qui incombe aux administrateurs, aux auditeurs financiers et internes de la société émettant de valeurs mobilières, admise à la transaction sur un marché réglementé.

III. Conclusions

Une série de phénomènes de crise sur le marché de capital concrétisés surtout dans la chute des fonds d'investissements après les années '90 et dans l'exacerbation des rapports conflictuels entre les actionnaires majoritaires et ceux minoritaires dans le cadre des sociétés détenues publiquement, a déterminé la re-examination de la législation primaire et secondaire dans ce domaine, en même temps que la fortification des attributions de la Commission Nationale des Valeurs Mobilières.

Ayant en vue le fait que la loi no. 297/2004 établit le cadre général de réglementation et surveillance dans le domaine du marché de capital, il a été nécessaire d'élaborer une législation secondaire, en appliquant les prévoyances légales mentionnées.

En même temps, par l'élaboration de la législation secondaire on a eu en vue l'implémentation en détail des prévoyances des directives de l'U.E en vigueur au moment de l'adoption de la loi 297/2004, et des directives qui ont été adoptées par la Commission Européenne, ultérieurement à l'entrée en vigueur de cette loi.

Ainsi, sur l'expérience pratique et sur les règlements correspondants des Etats membres de L'UE, on a adopté des nouveaux actes normatifs, destinés à gouverner le régime juridique du marché de capital, des transactions avec des valeurs mobilières développées dans leur cadre, et de l'activité des institutions spécifique du marché de capital.

Bibliographie:

1. Florescu, Eugenia – *Regimul juridic al titlurilor de credit și al valorilor mobiliare*, L'ED. ROSETTI, Bucarest, 2005;
2. Gavalda, Christian; Parleani Gilbert – *Droit des affaires de L'Union Europeene*, L'ED. LITEC, PARIS, 1998;
3. Gârbaci, Freddy - *Societățile comerciale deținute public. Instrumente juridice de protecție a investitorilor*, L'ED. ROSETTI, BUCAREST 2003;
4. Motica, Radu I.; Bercea, Lucian; Medeanu, Tiberiu; Roșu, Claudia – *Dreptul afacerilor interne și internaționale*, L'ED. UNIVERSITAS TIMISIENSIS, TIMISOARA, 2002;
5. Mousseron, Jean Marc; Fabre, Regis; Raynard Jacques; Pierre, Jean-Luc – *Droit du commerce international*, L'ED. LITEC, PARIS, 2000
6. Piperea, Gheorghe – *Societăți comerciale, piață de capital. Acquis comunitar*, L'ED. ALL BECK, BUCAREST, 2005.