

Universitatea Babeş-Bolyai

Facultatea de Drept

TEZĂ DE DOCTORAT

Infrapecuni privind piața de capital

Abuzul de piață

- Rezumat-

Conducător de doctorat:

PROF. DR. GHEORGHITĂ MATEUȚ

Student doctorand:

Doris Alina Șerban

2015

Cuvinte cheie: abuzul de piață, Legea nr. 297/2004, Directiva nr. 6/2003/CE, instrumente financiare, piață reglementată, sistem alternativ de tranzacționare, tranzacții deal, tranzacții pe piața order-driven, piață primară, ofertă inițială primară (IPO), raport de due dilligence, informație privilegiată, insider dealing, teoria abuzului de informație (misappropriation theory), insider primar, insider secundar, dezvăluirea unei informații privilegiate, manipularea pieței, manipularea pieței prin tranzacții sau ordine de tranzacționare, manipularea pieței prin procedee fictive sau orice alte forme de înșelăciune, manipularea pieței prin diseminare de informații false, wash sale, pump and dump, concealing ownership, abusive squeeze, scalping, publicitatea ad-hoc, chinese walls,.

CUPRINS

Cuvânt-înainte	1
TITLUL I	
ASPECTE PRELIMINARII	10
Capitolul I	
Scurtă incursiune în istoria bursei	11
1. Piața de capital - element structural esențial al economiilor naționale și economiei mondiale.....	11
2. Piața de capital din România. Evoluție și importanță în contextul macroeconomic autohton.....	18
Capitolul II	
Aspecte esențiale privind mecanismul de funcționare a bursei – indicii pentru rațiunea incriminării abuzului de piață	22
1. Mecanismul de tranzacționare pe piața de tip order-driven. Investitor-intermediar – piață.....	24
2. Forme speciale de tranzacționare. Tranzacționarea prin negociere directă. Piața DEAL.....	29
Capitolul III	
Evoluția ”eticizării” piețelor financiare. Incriminarea anevoioasă a abuzului de piață	34
1. Scurt istoric al sancționării abuzului de piață. De la primele manifestări ale atitudinii intolerante față de conduitele de piață abuzive până la reglementarea actuală.....	34
2. Abuzul de piață în România.....	52
Capitolul IV	
Influența dreptului european asupra normei naționale de incriminare a abuzului de piață	57
1. Aspecte generale privind competența UE în materie penală.....	58
2. Prezentare generală privind modul în care dreptul european (penal sau nu) cuprins într-o directivă poate influența dreptul penal național.....	63

TITLUL II

ABUZUL DE PIAȚĂ	72
------------------------------	-----------

Capitolul I

Sfera de aplicare a interdicției penale privind abuzul de piață	73
--	-----------

1. Sancționarea abuzului de piață. Dualitate contravențional - penală sau exclusivitate a normei penale/contravenționale?..... 73
2. Sfera ”materială” de aplicare a abuzului de piață.....102

Capitolul II

Insider dealing, tipping și tuyautage	135
--	------------

Secțiunea I

<i>Fundamentul juridic al sancționării insider dealing-ului și a conduitelor adiacente</i>	135
---	------------

1. Controversele sancționării insider dealing-ului și a comportamentelor adiacente.....135
2. Insider dealing-ul - stimulent sau inhibitor al eficienței piețelor financiare?.....136
3. ”Variante” ale fundamentului juridic al sancționării insider dealing-ului și a comportamentelor adiacente.....142
4. Controverse privind proporționalitatea și oportunitatea intervenției dreptului penal în materia insider dealing-ului și a conduitelor adiacente.....155

Secțiunea a-II-a

<i>Informația privilegiată - elementul central al insider dealing-ului și al comportamentelor adiacente</i>	159
--	------------

1. Informația privilegiată - centrul de greutate al interdicției insider dealing-ului și al conduitelor adiacente.....159
2. Definiția informației privilegiate.....160
3. Natura precisă a informației privilegiate.....164
4. Caracterul nepublic al informației privilegiate.....186
5. Informația privilegiată se referă direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți ori la unul sau mai multe instrumente financiare.....191
6. Aptitudinea informației de a influența semnificativ prețul instrumentului financiar...198
7. Tipologii ale informației privilegiate.....210
8. Concluzii privind informația privilegiată.....221

Secțiunea a-III-a

<i>Subiectul activ al insider dealing-ului și al conduitelor adiacente</i>	225
---	------------

1. Insiderii primari - adevărații insideri în materia insider dealing-ului și a conduitelor adiacente.....	228
2. Outsiderii sau insiderii „artificiali”.....	239
3. Persoana juridică - insider primar sau secundar.....	241
4. Relevanța distincției dintre insiderii primari și cei secundari.....	243
Secțiunea a -IV-a	
<i>Analiza insider dealing-ului și a conduitelor adiacente</i>	246
1. Insider dealing-ul - interdicția primară în materia ”abuzului” de informații privilegiate.....	246
2. Dezvăluirea unei informații privilegiate.....	315
3. Recomandarea făcută unei persoane, pe baza unor informații privilegiate, să dobândească sau să înstrăineze instrumente financiare la care informația privilegiată se referă.....	336
Capitolul III	
Manipularea pieței de capital	346
Secțiunea I	
<i>Fundamentul incriminării pieței de capital</i>	346
1. Aspecte preliminare.....	347
2. Definiția manipulării de piață. O altă controversă în materia abuzului de piață.....	348
3. Fundamentul incriminării manipulării de piață.....	356
Secțiunea a-II-a	
<i>Manipularea pieței de capital</i>	360
1. Subiectul activ.....	361
2. Modalități de manipulare. Manipularea prin tranzacții sau ordine de tranzacționare, prin procedee fictive sau prin diseminarea de informații.....	363
3. Latura subiectivă.....	435
4. Urmarea și raportul de cauzalitate.....	439
5. Relația manipulării pieței de capital cu alte infracțiuni.....	440
Capitolul IV	
Sanționarea abuzului de piață	446
1. Sancțiunile penale principale.....	446
2. Sancțiuni complementare și accesorii.....	449
3. Confiscarea specială.....	451
4. Aplicarea unor sancțiuni de altă natură în cazul abuzului de piață.....	453

Capitolul V

Neconstituționalitatea normei de incriminare a abuzului de piață?	456
1. Posibila neconstituționalitate a normei din perspectiva structurii sale ”încâlcite”	457
2. Posibile vicii de neconstituționalitate raportat la conținutul interdicției penale a abuzului de piață.....	458
3. Posibila neconstituționalitate a normei din perspectiva delegării autorității administrative de a stabili limitele de aplicare ale normei de incriminare.....	462

TITLUL III

PREVENIREA ȘI COMBATEREA ABUZULUI DE PIAȚĂ	466
---	------------

Capitolul I

Tehnici de prevenire și detectare a abuzului de piață	467
1. Metode specifice de prevenire și combatere a insider dealing-ului și a conduitelor adiacente.....	467
2. Tehnici de detectare a ambelor tipuri de conduite abuzive.....	477

Capitolul II

Aspecte procesual penale privind abuzul de piață	482
1. Aspecte generale. Organele judiciare competente să investigheze/judece conduitele abuzive pe piața de capital.....	482
2. Puterea de ”incriminare” <i>de facto</i> a ASF.....	483
3. Cooperarea internațională în materia depistării și combaterii abuzului de piață.....	489

CONCLUZII	493
------------------------	------------

BIBLIOGRAFIE	505
---------------------------	------------

Rezumat

Prezenta lucrare analizează un domeniu al dreptului penal în a cărui explorare nu foarte mulți au avut curajul să se angajeze, respectiv infracționalitatea specifică pieței de capital. Totuși, datorită ”întinderii” acestui subiect, nu s-a avut în vedere o prezentare exhaustivă a tuturor conduitelor cu relevanță penală care ar putea apărea pe piața de capital ci doar a acelor conduite întru totul caracteristice ei, mai exact a abuzului de piață, subiect „exotic” al dreptului penal al afacerilor (sau al infracționalității de tip *white collar*), sporadic adus în discuție până în prezent în lucrările de specialitate din acest domeniu.

În plan normativ, aspectele ce țin de funcționarea pieței de capital și normele de conduită aplicabile pe aceasta sunt în mod riguros reglementate nu doar în plan național ci și în plan european. De fapt, s-ar putea spune că acest domeniu este mai degrabă apanajul Uniunii Europene, cel mai frecvent, legislația națională fiind în fapt o ”preluare” a normelor de drept european.

Inclusiv materia abuzului de piață urmează acest ”model”. Aceasta este în primul rând reglementată la nivel european prin Directiva nr. 6/2003/CE privind abuzul de piață (în continuare MAD), faptele penale de la nivel național cuprinse în Legea nr. 297/2004 reprezentând o ”adaptare” a normelor europene. Tocmai de aceea, lucrarea a avut în vedere nu doar legislația, doctrina sau jurisprudența națională ci și cea a statelor membre.

Tot ca și o constatare prealabilă, mai trebuie arătat că în plan european subiectul abuzului de piață a făcut recent obiectul unor importante reforme, fiind adoptate noi acte normative care stabilesc reglementări ”proaspete” în domeniu: un Regulament privind sancționarea administrativă a abuzului de piață, cu aplicabilitate directă la nivelul statelor membre - MAR (Regulamentul UE nr. 596/2014 privind abuzul de piață și de abrogare a Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului și a Directivelor 2003/124/CE, 2003/125/CE și 2004/72/CE ale Comisiei) și a doua Directivă privind abuzul de piață care, spre deosebire de prima, impune statelor membre aplicarea unor sancțiuni penale pentru formele grave și intenționate ale acestui tip de conduită (Directiva nr. 2014/57/UE privind sancțiunile penale pentru abuzul de piață - MAD II).

Raportat la legislația națională, abuzul de piață are o natură duală, fiind sancționat nu doar penal ci și administrativ prin ”coloana vertebrală” a cadrului normativ național privind piața de capital, respectiv Legea nr. 297/2004 (în continuare Legea).

Astfel, conform art. 279 lit. b coroborat cu art. 244-245 din Lege, abuzul de piață cuprinde următoarele conduite cu semnificație penală:

- (1) **insider dealing** (tranzacționarea prin utilizarea - sau în baza - unor informații privilegiate) constând în fapta persoanei care deține informații privilegiate de a utiliza respectivele informații pentru dobândirea sau înstrăinarea ori pentru intenția de dobândire sau înstrăinare, pe cont propriu sau pe contul unei terțe persoane, direct ori indirect, de instrumente financiare la care aceste informații se referă;
- (2) **comportamentele adiacente insider dealing-ului** constând fie în dezvăluirea de informații privilegiate oricăror altor persoane (exceptând situația în care dezvăluirea a fost făcută în exercitarea normală a activității, profesiei sau sarcinilor de serviciu), fie în recomandarea făcută unei persoane, pe baza unor informații privilegiate, să dobândească sau să înstrăineze instrumentele financiare la care se referă acele informații.
- (3) manipularea pieței de capital care cuprinde oricare dintre următoarele conduite:
 - efectuarea de tranzacții sau emiterea unor ordine de tranzacționare care dau sau ar putea da semnale false sau care induc în eroare în legătură cu cererea, oferta sau prețul instrumentelor financiare sau care mențin, prin acțiunea uneia sau a mai multor persoane acționând împreună, prețul unuia sau al mai multor instrumente financiare, la un nivel anormal ori artificial;
 - efectuarea de tranzacții sau ordine de tranzacționare care presupun procedee fictive sau orice altă formă de înșelăciune;
 - diseminarea de informații prin mass-media, inclusiv internet sau prin orice altă modalitate, care dau sau ar putea să dea semnale false sau care induc în eroare asupra instrumentelor financiare, inclusiv diseminarea zvonurilor și știrilor false care induc în eroare, în condițiile în care persoana care a diseminat informația știa sau trebuia să știe că informația este falsă sau induce în eroare.

I. În Titlul I al lucrării, ne-am preocupat în primul rând de prezentarea succintă a tuturor acelor elemente normative care sunt esențiale pentru înțelegerea mecanismelor bursiere în care normele de incriminare a abuzului de piață intervin (sau, altfel spus, a aspectelor tehnice privind modul efectiv de funcționare a pieței de capital din România), noțiuni indispensabile inclusiv pentru înțelegerea fundamentului sancționării abuzului de piață.

Toate acestea au fost în prealabil ”așezate” în contextul istoric al bursei, printr-o prezentare dinamico-evolutivă a piețelor financiare și a rolului pe care acestea îl ocupă în economiile naționale și în cea mondială.

1. Astfel, în **primul capitol**, am încercat să prezentăm importanța pieței de capital în contextul macroeconomic național și internațional, relevând motivele pentru care bursa reprezintă unul dintre mecanismele economice indispensabile unei bune funcționări a unei economii de tip capitalist.

Motivația principală a piețelor de capital este aceea de a facilita o deplasare a resurselor de la cei care dețin un surplus (investitorii) înspre cei care au nevoie de acestea (emitenții) – mecanism specific pieței primare. Pe de altă parte, pentru ca investitorii să nu rămână ”blocați” în investițiile făcute, s-a creat piața secundară, care asigură ”fungibilitatea” și ”lichiditatea” instrumentelor financiare deținute de investitor.

2. În **Capitolul II al primului titlu**, am analizat câteva aspecte tehnice privind funcționarea piețelor de capital, a căror înțelegere este indispensabilă pentru identificarea fundamentului incriminării abuzului de piață și pentru ”decriptarea” conținutului obiectiv al acestor interdicții.

Sumar, activitatea de tranzacționare pe *pieța de capital de tip order-driven* prezintă următoarea cronologie: încheierea unui contract de intermediere de către investitor cu societatea de intermediere (S.S.I.F.) și deschiderea contului de tranzacționare aferent, emiterea ordinului de tranzacționare de către investitor și transmiterea acestuia agentului de intermediere, înregistrarea ordinului în registrul de ordine al bursei și încheierea tranzacției bursiere (contractul de vânzare-cumpărare specific pieței de capital).

În acest cadru, luând în considerare problemele pe care le-a ridicat în practica judiciară națională, am analizat și particularitățile tranzacțiilor bursiere ce au ca obiect un volum important de instrumente financiare (*tranzacțiile deal*). Principala caracteristică a acestora (ce se va dovedi esențială pentru excluderea lor în anumite puncte din sfera de aplicare a abuzului de piață) este faptul că ele se pot încheia nu doar prin intermediul unei negocieri în sistemul informatic al bursei ci și în urma unui proces de negociere directă între cumpărător și vânzător.

3. În **Capitolul III** am oferit câteva repere ”prealabile” privind fundamentul incriminării abuzului de piață.

Concluzia la care am ajuns în acest punct a fost aceea că, chiar dacă până la un moment dat conduitele abuzive de piață au fost percepute în piață ca fiind conduite ”naturale”, ce se circumscriu ”natural” activității bursiere, în virtutea puternicei nuanțe speculative pe care

aceasta o prezintă, Marele Crah din SUA (1929) a ”declanșat” un proces de ”recalificare” a abuzului de piață dintr-o conduită tolerată într-o conduită ”blamată”.

SUA prin Securities Exchange Act din 1934 au fost primele care au introdus sancțiuni pentru acest tip de conduite, urmate apoi, chiar dacă la câteva zeci de ani distanță, de statele europene (începând cu Franța și Marea Britanie). Această poziție ”combatantă” a fost uniformizată și ”finalizată” prin adoptarea la nivel european întâi a Directivei privind insider dealing-ul din 1989, ulterior a MAD iar, recent, a MAD II și MAR. Legislațiile naționale ale statelor membre s-au racordat apoi treptat la această poziție europeană de combatere a abuzului de piață.

4. În ultimul capitol al titlului introductiv (**Capitolul IV**), am analizat cu maximă atenție cât de mult poate influența dreptul european dreptul național în materie, tocmai datorită puternicei amprente europene pe care o poartă atât textele naționale de incriminare cât și textele corespondente din celelalte sisteme europene.

Concluzia noastră sub acest aspect, valabilă și în alte situații care se încadrează în aceeași paradigmă (textul penal național este preluat de la nivel european - dintr-o directivă - fără adaptări esențiale), a fost aceea că alinierea textului național la cel european (inclusiv în urma interpretărilor oferite de CJUE având ca obiect concepte normative utilizate de directivă) poate fi admisă doar în situația în care norma națională ne acordă această posibilitate, în sensul în care voința legiuitorului nu a fost aceea de a se desprinde (la nivel de semnificație a conceptului) de dreptul european. Doar în acest caz norma națională prezintă acea elasticitate care permite alinierea sa planului european, fără riscuri pe terenul principiului legalității incriminării.

Tocmai de aceea, dată fiind forma incriminării naționale a abuzului de piață, în sensul de preluare aproape literală a textului european, în plan național, normele de incriminare a abuzului de piață vor putea fi serios ”modelate” prin raportare la dreptul european.

II. În Titlul II al lucrării (titlu care reprezintă și centrul său de greutate) am trecut la analiza efectivă a incriminării abuzului de piață.

O primă problemă, ignorată până în prezent în doctrina de specialitate autohtonă, a fost identificarea ”întinderii” abuzului de piață sancționat penal și identificarea unei eventuale zone comune a acestuia cu dreptul contravențional.

Chiar dacă din cauza inconsecvenței autorității naționale de supraveghere (Autoritatea de Supraveghere Financiară), subiectul poate genera o serie de dezbateri, am conchis că, în prezent, delimitarea dintre norma contravențională de sancționare a abuzului de piață și cea

penală nu poate fi realizată decât prin raportare la elementul subiectiv cu care fapta este comisă (în cazul abuzului de piață intenționat este activată norma penală iar în cazul abuzului de piață culpabil cea contravențională).

În acest cadru, am formulat și câteva propuneri de *lege ferenda*. Sub acest aspect am arătat că, în opinia noastră, un sistem de coexistență normativă a celor două tipuri de ilicit, dar de excludere faptică a unuia în favoarea celuilalt, realizată de către o autoritate ce prezintă competențe mixte (fiind atât organ administrativ cu competențe în sancționarea contravențiilor cât și organ de urmărire penală), printr-o evaluare *in concreto* bazată pe criterii bine individualizate și stabile, ar avea mai multe șanse să sporească eficiența prevenirii și combaterii acestui tip de conduite abuzive (concluzii sprijinite inclusiv de funcționalitatea unui astfel de sistem în Marea Britanie sau a SUA).

2. În al doilea capitol al titlului secund ne-am preocupat de sfera materială a abuzului de piață.

Conform Legii, normele interdicție privind abuzul de piață se aplică oricărui instrument financiar admis la tranzacționare pe o piață reglementată sau pentru care a fost formulată o astfel de cerere precum și certificatelor de emisii sau oricărui alt instrument financiar netranzacționat a cărui valoare depinde însă de un instrument financiar tranzacționat.

În ceea ce privește noțiunea de *instrument financiar*, aceasta beneficiază de o definiție legală (de tip enumerare) ce se regăsește în art. 2 din Lege. Printre cele mai familiare instrumente financiare sunt acțiunile, obligațiunile dar și instrumentele financiare derivate de tip *futures* sau *options*.

Referitor la *piața reglementată*, elementul normativ cuprins în norma de incriminare, este definit și el prin prevederile legii. Chiar și așa, din această perspectivă, practica judiciară a ridicat câteva ”false” probleme de interpretare a conceptului normativ.

Astfel, deși prevederile Legii sunt clare, stabilind că normele privind abuzul de piață sunt aplicabile doar în cazul unui instrument financiar admis la tranzacționare pe o piață reglementată sau pentru care a fost admisă o astfel de cerere, în practica națională s-a pledat pentru extinderea conceptului normativ de piață reglementată utilizat de legiuitor, în sensul adoptării unei interpretări conform căreia nu ar exista corespondență între piața reglementată din textul de incriminare și cea definită prin Lege ci, în acest context, conceptului i-ar trebui atribuită o semnificație ”laică” mai largă, în sensul de orice piață supusă unor reguli.

Această ”propunere” de extindere a textului a fost însă blocată, inclusiv cu ajutorul CJUE care, în mod absolut întemeiat, a apreciat că doar o piață reglementată în sensul MiFiD

(și, în plan național, în sensul Legii) este și o piață reglementată (sic!) în sensul normelor de sancționare a abuzului de piață.

O astfel de concluzie tranșantă a CJUE iar apoi a organelor judiciare naționale (ÎCCJ) clarifică dincolo de orice dubiu faptul că platforme de tranzacționare care nu au luat forma unei piețe reglementate (cum ar fi piața RASDAQ sau sistemele alternative de tranzacționare) nu intră de *lege lata* în sfera materială de aplicare a abuzului de piață.

Analiza noastră privind întinderea acestor concepte normative nu se putea încheia fără precizarea finală esențială privind faptul că, odată cu intrarea în vigoare a noului cadru normativ european, se va renunța la această ”discriminare” dintre piața reglementată și alte platforme de tranzacționare, normele devenind astfel aplicabile în cazul instrumentelor financiare tranzacționate pe orice platformă de tranzacționare care este supusă controlului și supravegherii autorității de supraveghere (piață reglementată, sistem alternativ de tranzacționare precum și orice alt loc de tranzacționare); de altfel, aceasta este una dintre modificările sonore aduse de noul cadru normativ european în planul combaterii abuzului de piață.

2. În Capitolul II al Titlului III am ajuns la analiza ”corpului” prezentei lucrări, respectiv a componentelor abuzului de piață, demers început cu analiza *insider dealing-ului și a conduitelor adiacente*.

În acest punct, analiza noastră a pornit de la cel mai controversat aspect al incriminării acestui tip de conduită, respectiv fundamentul său.

În această luptă a argumentelor *pro* (aduse mai ales de reprezentanții Școlii din Chicago) și a argumentelor *contra*, am înțeles să ne poziționăm ”de partea” celor care susțin incriminarea insider dealing-ului, înțelegând de ce ocolirea regulilor ”jocului” la bursă, prin exploatarea injustă a unor privilegii informaționale, ar putea provoca efecte din perspectiva eficienței informaționale a acesteia și ar putea produce efectul nedorit al fugii investitorilor (mai ales a celor neprofesioniști) de pe piață.

Astfel, am ales să ne raliem opiniei majoritare exprimată în doctrina și jurisprudența străină conform căreia această incriminare urmărește protejarea existenței unei egalități teoretice a investitorilor în piață, protejarea patrimoniului unui investitor anume fiind un simplu efect reflex al normei.

În materia insider dealing-ului și a conduitelor adiacente, noțiunea în jurul căreia gravitează toate faptele este cea de *informație privilegiată*. Din acest motiv, am înțeles să-i acordăm un spațiu amplu, încercând să oferim pentru prima dată în literatura de specialitate autohtonă repere clare privind semnificația noțiunii, mai ales în contextul unor categorii

problematică de informații privilegiate (cum ar fi informațiile privilegiate "formată" în cadrul unui proces ce se derulează în etape).

Conform definiției legale "generale" (existând definiții în Lege și pentru anumite forme particulare ale informației de acest tip), informația privilegiată este acea informație de natură precisă care nu a fost făcută publică, care se referă în mod direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți ori la unul sau mai multe instrumente financiare și care, dacă ar fi transmisă public, ar putea avea un impact semnificativ asupra prețului acelor instrumente financiare sau asupra prețului instrumentelor financiare derivate cu care se află în legătură.

Caracterul precis al informației nu presupune o exactitate absolută a acesteia ci "tolerează" chiar și o informație incompletă, în măsura în care aceasta poate fi exploatată pe piață.

În ceea ce privește caracteristica **aptitudinii informației privilegiate de a influența semnificativ** prețul instrumentului financiar, aceasta a fost definită prin recurgerea la un criteriu "aplicativ" alternativ furnizat chiar de către legiuitorul național și cel european, respectiv cel al investitorului rezonabil.

La fel, în ceea ce privește **(ne)publicitatea informației**, am concluzionat că este mai degrabă vorba despre inexistența unei accesibilități *in abstracto* a informației și nu neapărat despre o publicitate efectivă, care să reclame cunoașterea informației de un număr nedeterminat de persoane.

Trecând peste acest "nod gordian" al incriminării, am continuat cu analiza **subiectului activ al acestor fapte**. Am arătat că noțiunea "înșelătoare" de insider (ca autor al faptei) nu are nimic de-a face cu forma actuală a textelor de incriminare, fiind o simplă reminiscență a fundamentului insider dealing-ului identificat în SUA (încălcarea unei obligații fiduciare de către persoane care au în mod regulat acces la informații privilegiate – *insiderul*), textele având în prezent vocația de a fi aplicate indiferent de calitatea persoanei care comite astfel de fapte.

Totuși, având în vedere "încăpățănarea" cu care clasificarea insider primar - insider secundar este preluată în majoritatea statelor europene (legislație, doctrină și practică), am încercat să oferim câteva răspunsuri cu privire la care ar fi miza unei astfel de clasificări, identificând următoarele posibile consecințe: diferențierea tipului de răspundere ce poate fi atrasă, regimul privind sarcina probei, important criteriu de individualizare, etc.

În ceea ce privește figura centrală a acestei prime componente a abuzului de piață, respectiv **insider dealing-ul**, am încercat o "etapizare" a textului de incriminare, arătând că tranzacționarea în baza informației privilegiate presupune cunoașterea informației și apoi utilizarea sa pe piață (între cunoaștere și utilizarea informației în contextul tranzacționării neputând fi trasată o relație de echivalență).

În interpretarea acestei ultime condiții de tipicitate am valorificat și ajutorul interpretativ furnizat de CJUE care a stabilit că, cel puțin raportat la delictul european (cuprins în MAD), utilizarea informației privilegiate se poate prezuma din faptul conex al cunoașterii informației privilegiate. Raportat la măsura în care o astfel de ”constatare” europeană poate fi translatată în dreptul național, am concluzionat că o astfel de abordare ar putea fi acceptată și în dreptul național, fiind vorba de fapt despre o deducție ”naturală” a judecătorului, care va putea fi contrazisă de probele în apărare aduse de către persoana acuzată.

Raportat la noul cadru normativ european am considerat că, chiar dacă dispozitivul interpretativ al CJUE s-a referit exclusiv la insiderii primari, considerentele MAR par să promoveze extinderea acestui regim probatoriu și în cazul insiderilor secundari, putându-se deci ajunge ca inclusiv în cazul lor utilizarea să fie prezumată din faptul conex al cunoașterii.

O altă problematică pe care am tratat-o pe larg în acest capitol a fost aceea a ***limitelor de tipicitate a insider dealing-ului***.

Astfel, am analizat în ce măsură vom putea discuta despre *insider dealing* în cazul tranzacțiilor negociate în mod direct sau în cazul în care avem de-a face cu informații privilegiate obținute în cadrul unei proceduri de preluare sau achiziție a unui pachet semnificativ de acțiuni. În ambele cazuri, fiind vorba despre operațiuni indispensabile unei bune funcționări a pieței, am concluzionat că aceste ipoteze nu pot fi incluse decât în mod excepțional în noțiunea de *insider dealing*, respectiv în ipoteza în care operațiunile sunt deturnate de la scopul lor firesc și ajung să fie nimic mai mult decât exploatarea unui privilegiu informațional în piață.

Un alt important ”conflict” de calificări, care nu a mai fost până acum analizat în literatura de specialitate autohtonă, a fost cel dintre *insider dealing* și fapta de manipulare (mai ales atunci când aceasta din urmă ia forma scalping-ului). Concluzia la care am ajuns sub acest aspect este aceea că, în principiu, atunci când tranzacționarea în baza informației privind existența unor acțiuni de manipulare a pieței face parte integrantă din schema manipulativă nu vom putea discuta decât despre manipularea pieței (fapta aparentă de insider dealing fiind de fapt o componentă a acțiunii de manipulare).

La nivelul ***laturii subiective***, unul dintre aspectele ce merita o atenție sporită era cel al efectelor pe care le-ar putea produce eroarea asupra laturii subiective, dat fiind caracterul extrem de tehnic al normei de incriminare.

Am insistat în identificarea elementelor pe care organul judiciar ar trebui să le valorifice în acest context, pentru a concluziona în ce măsură se poate în mod rezonabil discuta despre o eroare și care vor fi efectele acesteia, în măsura în care ea va fi reținută. Astfel de criterii de

apreciere pot fi tipul investitorului în sarcina căruia se reține conduita abuzivă sau eventuala consultanță de care acesta a beneficiat prealabil activității de tranzacționare. Bineînțeles, în prezența unei conduite investiționale complet atipice (element care, de cele mai multe ori, contribuie la conturarea din punct de vedere probatoriu a *insider dealing*-ului), astfel de apărări vor fi și mai greu acceptate de către organul judiciar.

În finalul analizei primei fapte, am insistat pe relația dintre fapta de *insider dealing* și alte infracțiuni, cea mai ”provocatoare” ***delimitare fiind cea dintre insider dealing și înșelăciune***, ele prezentând la o primă vedere multiple elemente comune.

Așa cum am arătat, de fapt, cele două norme se adresează unor ”ordini economice” diferite, prima fiind specifică tranzacțiilor impersonale și anonime de pe piață, a doua având vocația să intervină în cadrul unor raporturi patrimoniale de tip ”clasic”. Din aceste motive, un eventual concurs de calificări în acest sens, generat de o stare de fapt anume, devine puțin probabilă. Dacă însă ar exista totuși o astfel de suprapunere, având în vedere eterogenitatea valorilor sociale protejate, soluția concursului de infracțiuni dintre cele două fapte pare a fi soluția corectă.

În ceea ce privește ultimele două sub-componente, respectiv dezvăluirea unor informații privilegiate și recomandarea de tranzacționare făcută în baza unei informații privilegiate, am arătat în primul rând că acestea se constituie ca infracțiuni obstacol raportat la fapta de *insider dealing*.

În cazul ***dezvăluirii informației privilegiate***, actul de executare (dezvăluirea) poate primi în principiu aceeași semnificație ca în cazul altor infracțiuni mai clasice ce prezintă un act de executare similar. Totuși, trebuie precizat că tipicitatea faptei nu presupune o divulgare completă a informației privilegiate, norma ”mulțumindu-se” și cu divulgarea exclusiv a acelor elemente ale informației care o fac exploatabilă pe piață.

În acest cadru, câteva ipoteze interesante au suscitat o analiză mai detaliată, respectiv situația în care autorul divulgă informația unei persoane care deja o cunoștea sau cea în care divulgarea se face unui număr nedeterminat de persoane. În primul caz, am ajuns la concluzia că, prin raportare la rațiunea incriminării (respectiv ”extinderea” privilegiului informațional), fapta ar putea fi valorificată doar ca o tentativă idonee la fapta de divulgare. Din aceleași motive, am concluzionat că acțiunea de divulgare vizează doar ipoteza în care aceasta se face unui număr determinat de persoane și nu atunci când ea este realizată față de public, în acest caz autorul provocând în mod abuziv pierderea statutului privilegiat al informației care a făcut obiectul comunicării publice, fără însă a ”genera” un privilegiu informațional pentru alți investitori.

Având în vedere că premisa indispensabilă funcționării pieței de capital este existența și cunoașterea informațiilor relevante pentru un instrument financiar anume (informația permițând efectuarea de calcule cu privire la evoluția instrumentului financiar), era firesc ca legiuitorul să prevadă că nu constituie divulgare, comunicarea informației făcută în cadrul exercitării funcției sau profesiei (scenariu de ”atipicitate” extrem de relevant în cadrul activităților de sondare a pieței, în căutarea unor potențiali vânzători sau cumpărători în cadrul ofertelor publice, etc.).

Recomandarea de a tranzacționa făcută în baza unei informații privilegiate presupune încercarea de a determina o persoană să tranzacționeze într-un anumit sens, sugestie făcută în baza unei informații privilegiate. Pe lângă o analiză a textului de incriminare, am sesizat și anumite imperfecțiuni ale variantei naționale a normei față de cea cuprinsă în MAD.

Astfel, dacă textul din MAD sau din celelalte sisteme europene vorbește despre recomandarea sau determinarea unei persoane să tranzacționeze în baza unei informații privilegiate, legiuitorul național a ales să incrimineze doar comiterea faptei în forma recomandării. O astfel de limitare nu are nicio logică, astfel că, de *lege ferenda*, am semnalat necesitatea ”corectării” textului prin introducerea determinării la tranzacționare în baza unei informații privilegiate ca modalitate alternativă de comitere a faptei.

3. A doua componentă a abuzului de piață, respectiv *manipularea pieței* de capital, a fost tratată în Capitolul III al Titlului II.

La nivel de rațiune a incriminării, am observat că eventualele dezbateri sub acest aspect au fost mult mai puțin aprinse decât în cazul insider dealing-ului, în acest caz fiind vorba despre o intervenție mult mai clară și brutală a autorului în procesul de formare a prețului, intervenție ce se impune a fi sancționată.

Controversele în acest caz au apărut însă în ceea ce privește ”întinderea” pe care această infracțiune trebuie să o aibă, mai ales în cazul manipulării realizate prin conduita ”firească” de pe piață, respectiv manipularea prin tranzacții sau ordine de tranzacționare.

Astfel, o definiție a manipulării, misiunea aproape ”imposibilă” în acest cadru, trebuia să surprindă cu claritate diferențele dintre o conduită speculativă, dar admisă pe piață, și o conduită manipulativă realizată de autor prin tranzacții sau ordine de tranzacționare. Din acest punct de vedere, am înțeles să ne însușim poziția celor care construiesc conceptul de manipulare în jurul intenției manipulative, observând că, de ”prea” multe ori, acesta este singurul criteriu fezabil de delimitare dintre conduita manipulativă și cea speculativă

În ceea ce privește fiecare modalitate de comitere, respectiv **manipularea prin tranzacții sau ordine de tranzacționare**, prin **procedee fictive sau alte forme de înșelăciune** ori prin **diseminarea de informații false**, pe lângă o prezentare a elementelor obiective

specifice am optat și pentru analiza exemplurilor furnizate de Ghidul I CESR (wash sales, pump and dump, scalping, concealing ownership, etc.).

Ca ”defect” comun al modalității de incriminare, am sesizat pe un ton critic că în cazul tuturor formelor de manipulare, legiuitorul nu introduce un ”prag cantitativ” privind amploarea denaturării mecanismelor de formare a prețului.

Așadar, teoretic, orice acțiune care are cel puțin această aptitudine (indiferent de ”mărimea” ei) ar intra sub incidența textului de incriminare. Din punctul nostru de vedere, intervenția dreptului penal devine justificată doar în situațiile de manipulare grave, respectiv în cele în care semnalele false oferite în piață sau aptitudinea de a da semnale false ar fi putut influența comportamentul din piață a unui investitor rezonabil. De aceea, am propus ca textul de incriminare să fie ”limitat” ”pretorian” prin raportare la rațiunea incriminării și în baza unui oarecare paralelism cu incriminarea *insider dealing*-ului, ultimă incriminare ce devine aplicabilă doar în condiții similare.

Manipularea de tip informațional (prin diseminarea de informații false sau înșelătoare) este de departe cea mai importantă sub-componentă a manipulării de piață.

În acest cadru am analizat semnificația actului de executare, concluzionând că pentru a putea fi reținută acțiunea de diseminare presupune crearea unei accesibilități generale a informației în piață, pentru că doar așa poate fi constatată aptitudinea ”deregării” eficienței informaționale a pieței. Totuși, în mod excepțional, am acceptat că fapta ar putea fi reținută și în cazul unei divulgări ”bipersonale”, respectiv atunci când destinatarul comunicării va adopta o conduită care va avea ca și consecință implicită diseminarea informației în piață.

Chiar dacă extrem de posibil a fi întâlnită în practică, omisiunea ”pură” de a informa piața cu privire la evenimente referitoare la emitenți (mai ales cea comisă de emitent, prin încălcarea obligației sale de a publica ad-hoc informațiile sensibile care-l privesc în mod direct) nu va putea fi inclusă în tipicitatea obiectivă a faptei. O astfel de ”absență” notabilă din textul de incriminare se impune a fi remediată prin introducerea omisiunii de a informa piața ca modalitate alternativă de comitere a manipulării. În acest sens, am înțeles să formulăm o propunere de lege *ferenda*.

În final, tocmai în virtutea importanței pe care o prezintă, din perspectiva ajutorului pe care îl oferă în separarea conduitelor speculative de cele manipulative, am insistat pe ***elementele de natură subiectivă*** caracteristice faptei de manipulare.

Dintre cele două tipuri de abordare a manipulării, respectiv abordarea de tip *intent-based* (care insistă pe intenția cu care autorul a acționat în piață) și abordarea de tip *effect-based* (care insistă pe efectele conduitei în piață), am concluzionat că, chiar dacă a doua are în vedere o

sanționare mult mai ”tranșantă” a oricărei forme de manipulare, o astfel de construcție este nerealistă, *intenția manipulativă* fiind în anumite situații singurul criteriu la care se poate recurge pentru delimitarea celor două tipuri de conduite, respectiv conduita speculativă și cea manipulativă.

În final, și în cazul manipulării de piață, am analizat modul în care trebuie soluționate eventualele concursuri de calificări dintre manipularea pieței și alte infracțiuni (inclusiv relația cu fapta de insider dealing și conduitele adiacente), cea mai importantă fiind și în acest caz relația dintre fapta de manipulare și infracțiunea de înșelăciune. Concluzia la care am ajuns în acest cadru este similară celei anterior expuse, respectiv aceea că, atunci când este respectată tipicitatea celor două fapte, soluția concursului de infracțiuni pare a fi soluția corectă.

4. În **Capitolul IV al titlului secund** am analizat câteva elemente comune ”finale” ale normei, respectiv aspecte ce țin de *sanțiunile aplicabile* și *criterii specifice de individualizare* a sancțiunii. Deși cele două componente ale abuzului de piață reprezintă două infracțiuni distincte, acestea sunt abordate de legiuitor într-o manieră unitară inclusiv sub aspectul sancțiunii. Pedepsa principală aplicabilă în acest caz este sancțiunea închisorii de la 1 la 5 ani.

5. În ceea ce privește posibila *neconstituționalitate* a normelor de incriminare, sub diferite unghiuri, problematica a fost analizată în **Capitolul V al Titlului II**.

Referitor la posibila neconstituționalitate a normelor din perspectiva construcției sinuoase am concluzionat în primul rând că tehnica de reglementare a legiuitorului, de construire ”în cascadă” a textelor de incriminare, chiar dacă defectuoasă, se află totuși la limita respectării principiului legalității.

Chiar și așa, pentru că nimic nu împiedică o reformare structurală a textelor de incriminare, am apreciat ca fiind extrem de oportună ”unificarea” lor, în sensul aducerii în același articol a elementelor esențiale de tipicitate pentru fiecare dintre cele două componente, pe de o parte, dar și separarea celor două norme de incriminare unite sub terminologia comună de abuz de piață în două articole de lege distincte, pe de altă parte (separare ce ar surprinde mult mai clar și relația ce există între cele două tipuri de conduite abuzive).

Pretinsa încălcare a principiului legalității incriminării, din perspectiva lipsei previzibilității normelor generată de folosirea unor termeni cărora li se poate reproșa ambiguitatea, am considerat-o a fi neîntemeiată, apreciind că această soluție se legitimează parțial prin dinamica domeniului în care normele intervin și prin multiplele modalități concrete de manipulare sau multitudinea de informații privilegiate care ar putea intra sub incidența normelor de incriminare. Din aceste motive, și în opinia noastră, o definiție mai exactă a

elementelor de tipicitate ar transforma norma într-una de tip cazuistic, periclitându-i astfel eficiența.

III. În ultimul titlu al lucrării (Titlul III), am analizat problemele pe care textele de incriminare le ridică din perspectiva prevenirii, detectării și sancționării efective (inclusiv din perspectiva dreptului procesual penal).

În ceea ce privește combaterea abuzului de piață și procedura efectivă de sancționare, am abordat problematica prin raportare la două planuri oarecum paralele: într-un prim plan am analizat care este fizionomia actuală a procedurii de sancționare penală a abuzului de piață iar în cel de-al doilea, cu titlu de propunere de *lege ferenda*, am arătat cum ar trebui în opinia noastră să se deruleze această procedură, pentru o aplicare cât mai eficientă a normelor, furnizând astfel repere pentru "construcția" unei proceduri care să respecte de la primele momente drepturile fundamentale ale persoanei acuzate.

Referitor la respectarea drepturilor fundamentale ale persoanei acuzate în procedura administrativă sau penală de sancționare a abuzului de piață, trebuie observat că aceasta pare să fie "călcâiul lui Ahile" în materie.

Astfel, de cele mai multe ori, autoritatea națională competentă în domeniul pieței de capital - respectiv Autoritatea de Supraveghere Financiară (în continuare ASF) - va fi cea care va detecta eventualele conduite ce pot primi semnificația de abuz de piață și va realiza primele demersuri pentru a analiza în ce măsură o conduită punctuală ar trebui plasată în sfera ilicitului.

Așadar, ca regulă, dacă în urma unor investigații preliminare realizate de ASF se va ajunge la concluzia că respectiva conduită are valențe penale, ASF va sesiza organul de urmărire penală competent care va proceda la demararea cercetărilor penale.

Problema este însă că, la nivelul ASF, nu există norme care să protejeze riguros drepturile fundamentale ale celui acuzat de abuz de piață (chiar dacă, inițial, doar administrativ). Ca atare, indiferent de valența "finală" atribuită comportamentului imputat, vor apărea inevitabil probleme vizavi de respectarea dreptului la apărare al persoanei acuzate. Critica subzistă și în situația aplicării exclusiv a unei sancțiuni administrative căci, și în acest caz, drepturile procesuale ale celui acuzat nu pot fi omise cu "nonșalanță" cât timp, raportat la criteriile de calificare conturate în jurisprudența CEDO, discutăm tot despre o acuzație în materie penală, calificare ce aduce consecința imediată a aplicării art. 6 din Conv.E.D.O. În plus, o asemenea lacună la nivelul procedurii de investigare la nivelul ASF este cu atât mai gravă cu cât actele de investigație realizate de către aceasta pot ajunge mijloace de probă în procesul penal. Sub acest aspect am propus o reformare a cadrului procedural în care ASF poate

realiza activitățile sale investigative, prin prevederea clară a drepturilor de care beneficiază persoana supusă investigării.

Apoi, din motive de eficiență, am propus crearea unui organ cu competențe ”mixte” (penale și administrative) în sancționarea abuzului de piață, ajungându-se astfel la un sistem mult mai coerent de sancționare, inclusiv din perspectiva unor eventuale contradicții între calificarea atribuită unui comportament anume de către autoritatea de supraveghere (autoritate care ar trebui să funcționeze ca un filtru tehnic în această materie) și cea atribuită de organul de urmărire penală sau de cel judiciar.

IV. În partea finală, cea a concluziilor am prezentat principalele puncte ale lucrării, principalele contribuții aduse în această materie (o analiză detaliată a modului în care dreptul european poate influența dreptul penal național, examinarea ”întinderii” penale și contravenționale a normelor de sancționare a abuzului de piață, analiza pe larg a conceptului de piață reglementată, informație privilegiată, descrierea modului în care trebuie soluționate anumite concursuri de calificări extrem de problematice, propuneri privind un nou tip de abordare în lupta privind abuzul de piață, etc.).