

*Affirmatio est prior negatione*¹

¹ „Afirmația este prioritară față de negație”. „Principiu al dialecticii scolastice conform căruia un enunț negativ nu se poate întemeia decât pe preexistența unui afirmativ”, cf. E. Munteanu et alii, *op. cit.*, p. 18.

BUNA-CREDINȚĂ ÎN JOCUL PIETEI DE CAPITAL

Septimiu Panainte

„Angrenaje ale unei mașinării, factori într-un sistem –
cât de departe suntem, o, Holderlin, de vremea când
oamenii se simțeau fii ai zeilor”
(Ernesto Sabato, *Înainte de tăcere*).

Încă din antichitate statele au fost preocupate de dezvoltarea comerțului. Circulația bunurilor a dat și dă măsura unor necesități de ordin obiectiv sau subiectiv, material sau spiritual, ale oamenilor, priviți individual, sau ale unor colectivități de orice natură. Circulația bunurilor se exprimă și într-o formă modernă, elevată, din ce în ce mai abstractizată: circulația capitalului exprimat în titluri de valoare. În contextul globalizării, al internaționalizării capitalului, nu de puține ori văzut și folosit ca formă de dominație, tranzacțiile de valori mobiliare în general și tranzacțiile bursiere în special au căpătat o importanță ... capitală. Acest lucru este confirmat și de atenția deosebită acordată de state, instituții, organizații internaționale și de Uniunea Europeană reglementărilor pieței de capital [1].

Existența și dezvoltarea oricărui sistem economic modern sunt condiționate de existența și funcționarea unui sistem integrat al piețelor; acest sistem este compus piața bunurilor și serviciilor, piața financiară și piața forței de muncă. Echilibrului economic al unei țări depinde în mod esențial de corelarea acestor piețe la nivel macroeconomic.

Piața de capital, ca principală componentă a pieței financiare, apare ca fiind totalitatea instituțiilor și mecanismelor, organizate din punct de vedere legislativ și instituțional, prin care se desfășoară tranzacțiile cu valori mobiliare (engl. *capital market, securities market*; fr. *marché des capitaux*).

O piață de capital funcționează, producându-și efectele benefice pentru economia unei țări, numai dacă investitorii au încredere în instituțiile și mecanismele specifice acesteia. Încrederea investitorilor este efectul unui cadru legislativ stabil și eficient prin care acestora le sunt garantate accesul egal la informații cu privire la instrumentele financiare tranzacționate și protecția în cazul apariției unor comportamente ilicite. Astfel, pe de o parte, transparența operațiunilor bursiere este legată indisolubil de furnizarea continuă și corectă de informații în special de către și despre emitenții de valori mobiliare. Pe de altă parte, se pune și problema utilizării cu bună-credință a acestor informații de către participanții la tranzacții, indiferent dacă sunt făcute publice sau urmează în mod necesar să fie divulgate publicului interesat. În același timp, participanții la piața de capital nu trebuie să fie văzuți doar ca beneficiari ai unor valori juridice imuabile - *aequitas* și *bona fides* - ci, deopotrivă, trebuie să se constituie în apărători ai acestor valori, să le promoveze prin comportamentul pe care îl adoptă atunci când tranzacționează.

În consecință, principiul transparenței, alături de cel al integrității, este fundamental în construcția cadrului legal și instituțional menit să asigure funcționarea unei piețe de capital.

În prezent, actul normativ cadru care guvernează piața de capital este Legea nr. 297/2004 [2]. Ne propunem realizarea unei hermeneutici juridice după exigențele școlii dreptului organic cu referire la norma cuprinsă în art. 245 al. 1 din această lege.

I. PRIMUM DIVIDAM

În această primă treaptă ne propunem să facem prezentarea textului juridic.

I.1. *Lectura*. Norma juridică pe care ne propunem să o analizăm în cele ce urmează exprimă ceea ce în literatura de limbă engleză este cunoscut ca *insider trading* (în SUA) sau *insider dealing* (în UK). În Legea nr. 297/2004 privind piața de capital, interzicerea tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate se regăsește în art. 245 al. 1 care prevede următoarele:

Se interzice oricărei persoane care deține informații privilegiate să utilizeze 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.

Se impune a fi subliniat că și în dreptul românesc tranzacționarea pe bază de informații privilegiate constituie infracțiune dacă fapta este săvârșită cu intenție. Pedepșa este închisoarea de la 6 luni la 5 ani sau amenda între jumătate și totalul valorii tranzacției, la care se poate adăuga și pedeapsa accesorie a interdicției temporare a desfășurării unor activități și servicii care cad sub incidența legii speciale (*art. 279 din lege*).

I.2. Pentru rezumatul textului (*summa*) apreciem ca semnificativă definiția formulată de judecătorul american Richard Posner: *insider trading* este „*the practice by which a manager or other insider uses material information not yet disclosed to other shareholders or the outside world to make profits by trading in the firm's stock*” [3].

II. SECUNDUM PONAM CASUM

În această etapă vom începe hermeneutica propriu-zisă printr-o cazuistică reală sau eidetică, identificând legătura imediată între abstracțiunea textului și realitatea conflictuală juridică; vom realiza astfel o diagnoză juridică.

II.1. În ceea ce privește practica judiciară din România se poate remarca faptul că aceasta este redusă sub aspectul cazurilor semnalate și care au atras sancțiuni efective. Cu titlu de exemplu, s-a făcut referire la faptul că, în 1999, Directorul general al BVB a anulat printr-o decizie toate tranzacțiile efectuate la 10.02.1999 având ca obiect acțiunile S.C. TERAPIA S.A. Cluj-Napoca deoarece investitorii nu avuseseră acces egal la informațiile despre adunarea generală extraordinară a acționarilor din 09.02.1999 [4].

II.2. Pe de altă parte, practica judiciară internațională, mai ales cea specifică sistemului anglo-saxon, este incomparabil mai bogată. Astfel, un caz des citat este *Chiarella vs. United States* (1980): un tipograf primește în lucru documente confidențiale din care a putut înțelege faptul că anumite companii listate la bursă urmau să fie vândute, iar altele să fie preluate [5]. S-a putut astfel deduce ce acțiuni vor beneficia de o creștere de preț și au fost cumpărate astfel de acțiuni. Speța a provocat discuții aprinse deoarece era vorba de o persoană străină de companiile care urmau să participe la tranzacții și care nu avea o obligație de fidelitate față de acționari sau obligația de a divulga informațiile de interes public, așa cum au persoanele din conducerea companiilor listate. S-a pus problema fundamentării din punct de vedere juridic a interzicerii unor astfel de tranzacții și a fost completat cadrul legislativ din SUA.

Mai recent, discuții aprinse a provocat și speța cunoscută în SUA ca „*Martha Stewart Case*”. Martha Stewart deținea câteva mii de acțiuni la compania ImClone Systems. Această

companie aștepta în 2001 să primească avizul FDA (*Food and Drug Administration*) pentru un medicament contra cancerului denumit Erbitux în vederea comercializării. Familia Stewart avea un prieten în conducerea companiei ImClone (Sam Waksal) care ar fi furnizat informații confidențiale despre hotărârea FDA cu privire la medicament, înainte ca informația să fie făcută publică chiar de către autoritatea competentă. Prin urmare, în decembrie 2001, cu puțin înainte ca FDA să anunțe oficial respingerea medicamentului în cauză, Martha Stewart a vândut aproape 4000 de acțiuni ImClone la prețul de 220.000 dolari. Mai mult, Waksal a încercat să vândă și propriile acțiuni, deși regulile companiei îi interziceau acest lucru într-un asemenea context. În acest sens, el a dat ordin brokerului său să vândă, iar instanța a reținut că acesta din urmă a dedus că prețul acțiunilor va scădea și ar fi informat-o și pe Martha Stewart (în instanță nu s-a putut dovedi că Waksal ar fi informat-o direct pe Martha Stewart). Ca urmare, au fost condamnate mai multe persoane, inclusiv brokerul, la pedepse de până la 7 ani de închisoare [6].

II.3. Există și alte cazuri a căror relevare, în plan ipotetic, este utilă pentru clarificare sau argumentare:

- directorul general al unei companii listate la bursă (considerat *primary insider*) negociază și semnează un contract care va determina mărirea considerabilă a profitului companiei în anul respectiv; această situație este de natură să ducă la acordarea unor dividende mai mari și implicit la aprecierea valorii acțiunilor firmei în cauză. Această persoană inițiată cumpără acțiuni la firma la care este director înainte de a se face publică încheierea contractului și le vinde la un preț mai mare după ce valoarea acțiunilor a crescut ca urmare a divulgării informației, realizând astfel profit.

- avocatul unei firme listate la bursă (*secondary insider*) dorește să vândă acțiunile pe care le deține la firma respectivă și își sună agentul de valori mobiliare spunându-i ca în maxim 2 zile să îi vândă acțiunile la cele mai bune prețuri oferite pe piață; a doua zi află de la directorul companiei că a fost contactat de o altă companie multinațională care dorește efectuarea unui audit, probabil în ideea unei posibile preluări. În aceste condiții avocatul se răzgândește și își sună din nou brokerul spunându-i să nu vândă (*insider abstention*, în opoziție cu *insider trading* sau *insider dealing*). După o perioadă de timp se anunță public intenția de preluare, iar prețul acțiunilor crește semnificativ. Avocatul va vinde astfel acțiunile ulterior la prețuri mai mari decât cele pe care le-ar fi obținut dacă le vindea inițial.

În primul din cele două cazuri ipotetice prezentate informațiile privilegiate sunt folosite în tranzacționarea efectivă obținându-se un profit ilicit. Acest comportament intră sub incidența art. 245 analizat. Dimpotrivă, în cel de al doilea caz, informațiile privilegiate sunt folosite pentru a se opri tranzacționarea, operațiunea urmând a fi reluată după ce informațiile sunt făcute publice, pierzându-și astfel caracterul privilegiat. Se va obține astfel un profit ce poate fi considerat ilicit. Cu toate acestea, legea nu pedepsește acest tip de comportament.

III. TERTIUM HISTORIA REGULAE EXPLORABO

Urmează să încercăm cercetarea primei axe a investigației comparatiste, aceea verticală, pe scara istorică a devenirii regulii de drept.

III.1. Într-o perspectivă diacronică, *insider trading* a fost inițial interzis, într-o anumită manieră, în **Legea din 1934 adoptată în SUA (*Securities Exchange Act - „SEA”*)**, ca urmare a crah-ului care a avut loc la NYSE în 1929. În analiza cauzelor și efectelor crahului s-a putut reevalua sistemul de tranzacționare în condițiile în care se generalizase participarea unui public foarte eterogen din punct de vedere al pregătirii profesionale și accesului la informații. Prin secțiunea 16 se impunea o soluție radicală: toate profiturile obținute de persoanele inițiate prin

tranzacții duble de cumpărare (sau vânzare) de valori mobiliare ale companiei listate unde erau angajați și, respectiv, vânzare (sau cumpărare), derulate ambele într-o perioadă de maximum 6 luni, să fie cedate companiei respective. S-a considerat că aceste tranzacții nu pot fi benefice și prin urmare s-a urmărit interzicerea lor totală, fără a se avea în vedere motivația sau faptul de a se fi posedat sau nu informații privilegiate [7]. S-a definit termenul de insider și s-a instituit obligația raportării listei de persoane inițiate la *Securities and Exchange Commission* („SEC”).

Ulterior, în 1942, a fost completat *Securities Exchange Act* cu **Regula 10b-5** prin care se interzice oricărei persoane să se angajeze în orice act, practică sau proces de afaceri care este de natură să fraudeze ori să înșele orice persoană, în contextul vânzării sau cumpărării oricăror valori mobiliare. Această reglementare are ca fundament obligația esențială pentru inițiat de a divulga conform procedurilor pieței informația privilegiată pe care o deține sau de a se abține de la a tranzacționa [8]. De-a lungul timpului, în SUA interdicția a fost dezvoltată prin adoptarea de noi reglementări speciale care au în vedere situații, valori mobiliare și burse diferite, iar SEC și-a extins atribuțiile în domeniul manipulării pieței de capital.

Chiar dacă mai târziu, și în Europa, țările care aveau piețe de capital dezvoltate au fost și ele preocupate de problema tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate. În acest sens, în Franța, în anul 1967, au fost adoptate reguli normative stricte. În anii 70 și în majoritatea companiilor germane au fost adoptate principii și reguli interne clare vizând activitățile de *insider trading*. Semnificative sunt eforturile Marii Britanii care a incriminat ca infracțiune *insider dealing* mai întâi în cadrul *Companies Act* (1980), apoi în *Insider Dealing Act* din 1985. Dezvoltări importante au fost realizate ulterior în 1993 (*Criminal Justice Act*) și 2001 (*Financial Services and Markets Act*).

De asemenea, trebuie subliniat că la nivel european a fost adoptată în anul 1989 Directiva nr. 592/CEE privind coordonarea reglementărilor privind tranzacțiile bazate pe informații privilegiate [9]. Ulterior, la acest nivel, preocupările pentru îmbunătățirea reglementării s-au concretizat în derularea așa-numitului *Program Lamfalussy*. Drept urmare, a fost adoptată Directiva nr. 6/2003 privind tranzacțiile cu informații privilegiate și manipularea pieței (abuzul de piață) [10].

Poate și datorită specificului pieței, o lungă perioadă de timp Japonia a evitat să impună cerința raportării tranzacțiilor realizate de persoanele inițiate. Internaționalizarea piețelor de capital a făcut ca în 1988 să se instituie clar această obligație și să se reglementeze *insider trading* [11].

În sfârșit, credem că este relevant și rolul pe care l-au avut și îl au o serie de organizații și instituții internaționale. Dintre acestea, cea mai importantă este *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO). Este de remarcat și faptul că la nivel european în anul 2001 au fost înființate *The Committee of European Securities Regulators* (CESR) și *European Securities Committee* [12].

III. 2. În dreptul românesc tranzacțiile cu informații privilegiate s-au bucurat de reglementare expresă începând cu Legea nr. 52/1994 privind valorile mobiliare și bursele de valori. Prin acest act normativ s-a făcut distincția între informații confidențiale și informații privilegiate, ambele categorii fiind definite în articolul 2 [13]. După ce în art. 85 se arăta ce categorii de persoane erau considerate „inițiate” sau deținătoare de informații confidențiale [14], art. 86 prevedea că orice persoană ce se află în situația de deținător de informații confidențiale și/sau privilegiate „nu poate valorifica respectivele informații și nici să le facă publice ori să faciliteze publicarea lor în avantajul propriu sau al unor terți” (aceste fapte constituind contravenții [15]).

Ulterior, o nouă etapă în reglementarea tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate a fost parcursă prin apariția O.U.G. nr. 28/2002 privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate (care a abrogat Legea nr. 52/1994). În capitolul al III-lea din acest act normativ (*Transparența pieței și egalitatea investitorilor*), secțiunea a III-a (*Interzicerea*

manipulării pieței și tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate), art. 133 al. 1 prevedea că „orice deținător de informații privilegiate nu poate achiziționa sau vinde pentru sine ori pentru altul, direct sau indirect, valori mobiliare sau alte drepturi legate de acestea ale emitentului, cu privire la care deține informațiile privilegiate respective, sau să valorifice respectivele informații privilegiate în orice alt mod și nici să le transmită ori să faciliteze publicarea lor în avantajul propriu sau al unor terți și se va supune normelor de conduită prevăzute în prezenta ordonanță de urgență”. În același timp, conform art. 181, săvârșirea cu intenție a faptelor prevăzute la art. 133 constituie infracțiune. În art. 132 deținătorul de informații privilegiate este definit în mod similar Legii nr. 52/1994, iar prin informație privilegiată (art. 2 al. 1 pct. 16) se înțelegea „informații de orice natură privitoare la un emitent sau la oricare dintre valorile mobiliare emise de acesta, inaccesibile publicului ori care nu au devenit încă publice și a căror divulgare ar putea influența prețul sau alte aspecte ale operațiunilor cu valori mobiliare ale emitentului ori ale persoanelor afiliate” [16].

IV. QUARTUM COMPARABO

În acest stadiu al cercetării, metodologia școlii dreptului organic impune, pe axa orizontală a operei de comparare, să cuprindem în cadrul analizei prospectiv-exploratorii referințe la textul matricial și la texte similare sau cu obiect asemănător din cadrul altor familii sau sisteme de drept.

IV.1. Într-o perspectivă comparativ-sincronică, alături de *Securities Exchange Act*, care rămâne de referință în domeniu, este de subliniat și faptul adoptării în anul 2003, la nivelul Comunităților Europene, a mai multor acte normative privind abuzul de piață. Dintre acestea, cel mai important, este Directiva Parlamentului European nr. 6/2003 privind tranzacțiile cu informații privilegiate și manipularea pieței (abuzul de piață). Având în vedere eforturile de elaborare și de implementare a acestui act normativ, atât la nivel european [17], cât și la nivelul fiecărui stat membru sau în curs de aderare, se poate considera că, astăzi, *textului matricial* pentru *insider trading* se regăsește în articolului 2 din Directiva nr. 6/2003 privind abuzul de piață. Conform acestui articol, „*Member States shall prohibit any person [...] who possesses inside information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates*”. După cum se poate ușor observa, art. 245 al. 1 din legea română privind piața de capital constituie o traducere aproape fidelă a acestui text.

IV.2. Demersul prospectiv impune explorarea reglementărilor specifice din diferite sisteme naționale de drept. Cu titlu de exemplu vor fi relevate două acte normative străine.

În anul 2001, în dreptul englez a intrat în vigoare un act normativ adoptat în anul 2000 și care este astăzi considerat de referință: *Financial Services and Markets Act (FSMA)*. Prin acesta se dezvoltă fără precedent reglementarea privitoare la *insider dealing* [18]. Spiritul acestei reglementări foarte severe, foarte amplă față de celelalte reglementări europene și chiar față de directivele europene nou adoptate, este unul permisiv sub aspectul puterilor de cercetare ale autorității specializate și, mai important, sub aspectul competențelor de apreciere ale judecătorilor bazate pe principii și valori fundamentale cum sunt buna-credință și echitatea. În plus aceste reglementări dezvoltă prevederile din partea a V-a a *Criminal Justice Act din 1993*.

În Italia a fost adoptată, în 1998, Legea 24 – *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*. Acest act normativ reglementează în art. 180 „*Abuso di informazioni privilegiate*”. Textul abordează într-o manieră sintetică problematica tranzacțiilor pe bază de informații privilegiate, comparativ cu legislația celorlalte state care au piețe bursiere dezvoltate. Oricum reglementarea italiană va trebui adaptată noilor directive în materie [19].

V. QUINTUM COLLIGAM

Urmează să facem o posibilă exegeză a textului prin:

- analiză gramaticală – littera;
- contextualizare – sententia, ce presupune, în cadrul analizei excursiv-expectatorii, cercetări pluridisciplinare, de drept roman, sociologie, antropologie, psihologie juridică și filosofia normei cuprinse în text, etc.;
- identificarea sensului teologico-filosofic și a acelora social, respectiv, politic;
- identificarea sensului obscur – *sensus* –, adică a celui de-al patrulea sens, unul metafizic sau inițiatic.

V.1. Littera.

V.1.1. Prezentarea contextualizată a normei vizate impune, a *ratione legis stricta*, precizarea noțiunilor esențiale (informație privilegiată, persoană care deține informații privilegiate *i.e.* persoană inițiată, instrumente financiare, valori mobiliare) așa cum sunt ele definite de chiar legea română cadru.

Astfel, prin *informație privilegiată* se înțelege o 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.

Pentru persoanele răspunzătoare de executarea ordinelor privind tranzacționarea instrumentelor financiare, informația privilegiată înseamnă, totodată, informația de natură precisă, transmisă de un client, în legătură cu ordinele sale care nu au fost încă executate, referitoare în mod direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți ori la unul sau mai multe instrumente financiare, informație care, dacă ar fi făcută publică, ar putea avea efecte semnificative asupra prețului respectivelor instrumente financiare sau asupra prețului instrumentelor financiare derivate cu care se află în legătură (*art. 244 al. 1 și 4 din Legea nr. 297/2004*).

Persoana inițiată. Este avută în vedere orice persoană care deține informații privilegiate: a) în calitatea sa de membru al consiliului de administrație sau al structurilor manageriale sau de supraveghere ale emitentului; b) ca urmare a deținerilor acesteia la capitalul social al emitentului; c) prin exercitarea funcției, profesiei sau a sarcinilor de serviciu; d) în mod ilegal sau fraudulos, urmare a activităților infracționale (*art. 245 al. 2*).

De asemenea, trebuie avute în vedere deopotrivă și orice alte persoane care dețin informații privilegiate, în condițiile în care respectivele persoane cunosc sau ar fi trebuit să cunoască faptul că acele informații sunt privilegiate (*art. 247*).

Aplicarea interdicției suportă totuși o excepție: este vorba de cazul în care persoana angajată în astfel de tranzacții avea o obligație contractuală de a dobândi sau înstrăina instrumente financiare, iar acest contract a fost încheiat înainte ca persoana respectivă să dețină informații privilegiate (*art. 245 al. 4*).

Alți termeni care interesează prezentul studiu sunt precizați în art. 2. Astfel, conform punctului 11 al acestui articol, *instrumente financiare* înseamnă: a) valori mobiliare; b) titluri de participare la organismele de plasament colectiv; c) instrumente ale pieței monetare; d) contracte *futures* financiare; e) contracte *forward* pe rata dobânzii; f) *swap*-uri pe rata dobânzii, pe curs de schimb și pe acțiuni; g) opțiuni pe orice instrument financiar prevăzut la lit. a) - d), inclusiv contracte similare cu decontare finală în fonduri; h) instrumente financiare derivate pe mărfuri; i) orice alt instrument admis la tranzacționare pe o piață reglementată.

Categorie a instrumentelor financiare, *valorile mobiliare* constau în: a) acțiuni emise de societăți comerciale și alte valori mobiliare echivalente ale acestora, negociate pe piața de capital; b) obligațiuni și alte titluri de creanță, inclusiv titlurile de stat cu scadență mai mare de 12 luni,

negociabile pe piața de capital; c) orice alte titluri negociate în mod obișnuit, care dau dreptul de a achiziționa respectivele valori mobiliare prin subscriere sau schimb, dând loc la o decontare în bani, cu excepția instrumentelor de plată. (art. 2 pct. 11 și 33 din Legea nr. 297/2004 privind piața de capital).

V.1.2. O analiză a termenilor și expresiilor folosite de norma vizată se impune *ab ratione legis*.

Astfel, apreciem că „deținerea de informații” de către o persoană presupune:

- *un sens material* - a deține în sensul de a poseda fizic documente tipărite sau suportul formatului electronic; este suficient să se cunoască doar caracterul privilegiat al informațiilor conținute de suportul material deținut (eventual să fie o situație în care persoana ar fi trebuit să cunoască această calitate a informațiilor în sensul art. 247 din lege), și este indiferent dacă informațiile sunt sau nu cunoscute ori prelucrate la nivel intelectual; spre exemplu, o persoană poate primi – și deci va „deține” - un mail despre care știe doar că acesta conține informații care au calitatea de a fi privilegiate; și

- *un sens intelectual* - caz în care a deține informații înseamnă a cunoaște informațiile, fără a se poseda suportul material pe care acestea sunt înregistrate (foi tipărite, dischete etc.).

Prin urmare, considerăm că intră în categoria „persoanelor care dețin informații privilegiate” persoana care deține aceste informații în oricare din cele două sensuri arătate mai sus sau în ambele modalități (deține suportul care conține informațiile și le cunoaște în esență).

Totodată, expresia „a utiliza informațiile” dezvăluie mai multe perspective:

- a utiliza suportul material care conține informațiile (e.g. remiterea suportului către o altă persoană sau (re)transmiterea unui document pe calea poștei electronice), chiar fără a se lua la cunoștință de informații, sau

- a analiza efectiv informațiile privilegiate luându-se decizii de tranzacționare în consecință (eventual recomandându-se aceasta altor persoane), independent de existența sau inexistența unui suport material sau electronic.

Trebuie analizat dacă, pentru a se putea aplica art. 245, este suficient să se știe (ori că ar fi trebuit să se știe) că informațiile dintr-un pachet material sau electronic au caracter privilegiat sau trebuie să se cunoască efectiv conținutul, substanța informațiilor. Spre exemplu, un membru al consiliului de administrație al unei companii listate lipsește de la ședința de prezentare a unui raport de audit în vederea unei preluări și primește ulterior discheta cu raportul (este evident că este vorba de informații privilegiate) sau un dosar pe care este făcută mențiunea „informații privilegiate”. Suportul informațiilor neprelucrate intelectual este transmis unei terțe persoane.

Cu privire la acest aspect, în încercarea de a delimita exact latura obiectivă, conduita prohibită, precizăm că, în mod distinct, prin art. 246 coroborat cu art. 279 din Legea nr. 297/2004, este incriminată ca infracțiune fapta oricărei persoane, subiect al interdicției prevăzute la art. 245 (deci care deține informații privilegiate) care:

a) dezvăluie informații privilegiate oricăror altor persoane, exceptând situația în care dezvăluirea a fost făcută în exercitarea normală a activității, profesiei sau sarcinilor de serviciu;

b) recomandă unei persoane, pe baza unor informații privilegiate, să dobândească sau să înstrăineze instrumentele financiare la care se referă acele informații.

Aceste fapte constituie infracțiuni dacă sunt săvârșite cu intenție (art. 279 din lege). Prin urmare, făptuitorul întotdeauna prevede rezultatul faptei sale și fie urmărește producerea acestuia (intenția directă), fie nu urmărește rezultatul dar îl acceptă în caz că se produce (intenția indirectă). Rezultatul nociv al dezvăluirii informațiilor privilegiate sau al recomandării efectuării de tranzacții pe baza unor asemenea informații poate consta, după caz, în încălcarea confidențialității și a încrederii acordate, nerespectarea voinței sociale, abuzarea de buna-credință a participanților la piața de capital, prejudicierea altor deținători de instrumente financiare, și, într-un plan mai general, afectarea transparenței pieței.

Se poate remarca faptul că între modalitățile concrete ale „utilizării informațiilor

privilegiate” în sensul art. 245 și faptele interzise prin art. 246 există o anumită congruență, eventual o relație de tipul întreg-parte. Mai mult, relațiile sociale care se dorește a fi apărate sunt, în principiu, aceleași.

Dacă dezvăluirea de informații privilegiate (e.g. remiterea suportului care le conține) sau recomandarea verbală ori scrisă făcută unei persoane de a tranzacționa pe bază de informații privilegiate (indiferent dacă aceasta din urmă cunoaște sau nu cu certitudine că recomandarea este făcută pe baza unor asemenea informații, sau doar bănuiește ori ar trebui să cunoască aceasta ca urmare a poziției furnizorului) fac obiectul art. 246 din lege, înseamnă, având în vedere congruența relevată, că utilizarea informațiilor în sensul art. 245 este, în concepția legiuitorului, indisolubil legată de dobândirea sau înstrăinarea de instrumente financiare, efectiv realizată și finalizată sau doar încercată, și trebuie concretizată în acte și fapte specifice procesului de tranzacționare funcțional la un anumit moment dat pe piața pe care respectivele instrumente financiare sunt cotate.

Mai mult, în cazul art. 245, se urmărește obținerea unui profit (scopul mediat), tranzacționarea de instrumente fiind modalitatea la care se apelează pentru atingerea acestui scop; în lipsa acestui scop, care se poate realiza sau nu, se poate eventual vorbi despre incidența art. 246 sau despre manipularea pieței (spre ex. dacă scopul este manipularea prețului instrumentelor financiare prin tranzacții înșelătoare, indiferent în ce fel au fost avute în vedere informațiile privilegiate). Totuși, se ridică întrebarea: este esențial să se obțină pentru sine un profit sau doar să se urmărească obținerea unui profit pentru sine, indiferent dacă se tranzacționează „pe cont propriu sau pe contul unei terțe persoane, direct ori indirect”? Textul în discuție (art. 245) nu impune realizarea unui profit sau producerea unui prejudiciu terților, material sau moral. Aceasta deoarece calculele sau previziunile făcute în baza informațiilor privilegiate pot să nu se confirme. Astfel, nu se pune problema consumării infracțiunii la retransacționarea cu profit a instrumentelor financiare respective.

Având în vedere cele de mai sus, conchidem că pentru a se aplica art. 245 este necesar ca rezoluția infracțională să fie efectiv urmată și exprimată în acte materiale specifice operațiunilor pe piața de capital. În acest sens ar fi suficientă emiterea unui ordin de cumpărare sau vânzare „la piață”. Prin urmare este necesar ca deținătorul de informații privilegiate să cunoască efectiv informațiile privilegiate, indiferent dacă deține și folosește și un suport material al acestora.

Revenind la art. 245, subliniem că din textul avut în vedere se degajă două ipoteze de lucru, corespunzătoare celor două categorii de comportamente prohibite care trebuie delimitate:

1. se interzice oricărei persoane care deține informații privilegiate să utilizeze respectivele informații *pentru dobândirea sau înstrăinarea* de instrumente financiare la care aceste informații se referă;

2. se interzice oricărei persoane care deține informații privilegiate să utilizeze respectivele informații *pentru intenția de dobândire sau înstrăinare* de instrumente financiare la care aceste informații se referă.

S-ar mai impune câteva clarificări cu privire la cea de a doua ipoteză. Expresia „pentru intenția” și cuvântul „intenție” sunt folosite în acest text în mod nefericit, ele fiind o traducere neinspirată a expresiilor „by trying”, „en tentant”, „intentando”, „cercando” din textul art. 2 al Directivei nr. 6/2003, citat mai sus. Deși cuvântul „intenție” pare susceptibil de a avea aici mai multe sensuri (formă a vinovăției, scop, încercare, tentativă), în realitate sensul în care trebuie înțeles este acela de scop al rezoluției infracționale (utilizarea informațiilor fără a se finaliza tranzacționarea i.e. dobândirea sau înstrăinarea). Acest scop însă nu este legat atât de latura subiectivă – intenție directă, cât de latura obiectivă întrucât trebuie exprimat, materializat într-o acțiune (e.g. emiterea unui ordin de tranzacționare – vânzare sau cumpărare, ca urmare a valorificării informațiilor privilegiate). Sensul textului directivei este acela de a interzice utilizarea de informații privilegiate prin dobândirea sau înstrăinarea de valori mobiliare ori prin încercarea de a realiza asemenea tranzacții (ca o formă de exprimare a utilizării informațiilor, deci a faptei incriminate). Deși textul nu este riguros formulat, apreciem că tentativa nu este

incriminată de sine-stătător prin ipoteza a doua și, în lipsa unei prevederi exprese în acest sens, nici nu se pedepsește (fiind posibilă).

În concluzie, considerăm că legiuitorul român a vrut să reglementeze pedepsirea utilizării informațiilor privilegiate nu doar pentru luarea hotărârii („pentru intenția”) de a tranzacționa, în lipsa oricărei concretizări.

Norma juridică analizată se referă la utilizarea informațiilor privilegiate doar pentru operațiuni care presupun, *stricto sensu*, dobândirea sau înstrăinarea de instrumente financiare, adică transmiterea dreptului de proprietate. „Dobândirea” sau „înstrăinarea” nu ar putea fi interpretate în sensul de primire, respectiv transmitere, cu orice titlu a instrumentelor financiare, mai ales că, fiind vorba de o infracțiune, norma este de strictă interpretare. Or, operațiunile pe piața de capital sunt multiple și complexe, implicând nu numai tranzacții translativ de proprietate de tipul vânzării-cumpărării, ci și alte tipuri de operațiuni, care nu fac obiectul interdicției, cum ar fi garanțiile care au ca obiect valori mobiliare [20].

Relativ la expresia „instrumente financiare la care informațiile privilegiate se referă” trebuie arătat că, de regulă, informațiile se referă la instrumente financiare doar indirect. În mod direct, informațiile vizează emitentul instrumentelor financiare, activitatea și perspectivele acestuia. Relațiile privind activitatea și imaginea companiei listate pe o piață influențează direct prețul valorilor mobiliare primare emise de aceasta (în special acțiunile și obligațiunile), și, prin intermediul acestora, pe cele derivate (contractele *futures*, opțiunile pe instrumente financiare) sau instrumentele de tip sintetic (cum sunt indicii bursieri).

Prin dobândire/înstrăinare „pe cont propriu sau pe contul unei terțe persoane, direct ori indirect” sunt avute în vedere și situațiile în care s-ar încerca (di)simularea operațiunii interzise și ascunderea legăturii dintre deținătorul și utilizatorul informațiilor privilegiate și o persoană terță folosită sau profitul obținut („direct ori indirect” – în nume propriu sau printr-un intermediar).

V.2. Sententia (contextualizarea pluridisciplinară).

Posibile sensuri ale normei.

Din perspectiva dreptului roman, configurator al principiilor dreptului privat, textul își propune reafirmarea și revalorizarea unor constante juridice imuabile: *bona fides* și *aequitas*. Atât *societas*, cât și *venditio-emptio*, erau contracte de bună-credință, iar în *actio de fide-bona*, la epoca clasică, puterea de apreciere a judecătorului era foarte largă, urmând a fi cercetată intenția și buna-credință a părților pentru a se putea distinge *dolus malus* și celelalte vicii esențiale purtătoare de anulabilitate. În aceste contracte, angajamentul părților are valoare de lege, iar încrederea (*fides*) este element structural al acestui angajament (*dictorum conventorumque constantia* – Cicero) [21].

În planul dreptului civil, textul avut în vedere sublimează ideea dolului în convenții (*dolus malus*). Dolul va putea fi astfel regăsit atât prin raportare la contractul de vânzare-cumpărare de instrumente financiare (prin reticență), cât la contractul de societate (în acest caz, scopul „intrării în societate” este doar specularea prețului acțiunilor obiect al tranzacției). Deținătorul informațiilor privilegiate cunoaște că prețul de piață al valorilor este, înainte de divulgarea informațiilor, altul decât prețul real și se folosește de această împrejurare (*dolus dans causam contractui*). Dacă și cocontractantul său ar cunoaște esența informațiilor privilegiate nu ar încheia tranzacția.

Tranzacțiile pe bază de informații privilegiate apar și ca o aplicație specială a înșelăciunii în convenții prevăzute de art. 215 al. 3 din Codul penal („*Inducerea sau menținerea în eroare a unei persoane cu prilejul încheierii sau executării unui contract, săvârșită în așa fel încât, fără această eroare, cel înșelat nu ar fi încheiat sau executat contractul în condițiile stipulate*”).

Sociologic, norma protectivă analizată are în vedere mai multe categorii de grupuri cu interese particulare care se manifestă pe piața de capital: emitenții, investitorii (instituționali, mici, ocazionali), grupul persoanelor inițiate etc. Fără a avea neapărat interese antagonice, în jocul pieței de capital aceste grupuri se manifestă și au tendințe specifice unei psihologii proprii,

particulare. Reglementarea analizată este, poate, „piatra unghiulară” în gestiunea intereselor emitenților și investitorilor. Interzicerea tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate vizează, printre altele, protecția investitorilor, și, în mod special, a celor care nu sunt profesioniști ai pieței de capital (și care, în consecință, sunt mai vulnerabili). Acestora li se creează și sentimentul siguranței în tranzacționare, a transparenței pieței și evitării conflictelor de interese. Efectul interdicției ar putea fi, pe de o parte, inhibarea tranzacționării pe bază de informații privilegiate și a transmiterii nelegale a acestor informații, iar pe de altă parte, exhibarea unor comportamente ale deținătorilor de capital imobilizat.

În plan politico-economic, textul exprimă o opțiune liberal-moderată, urmărindu-se, prin garantarea transparenței și integrității pieței, crearea condițiilor pentru atragerea potențialilor investitori români sau străini. Alternativa unei investiții sigure pe piața financiară conduce la redirecționarea capitalului către economia activă căreia îi permite dezvoltarea în raport de necesități și de evoluția zonei de activitate.

VI. SEXTUM OPPONAM ET QUAESTIO

În această penultimă etapă vom cerceta posibilele obiecțiuni la raționamentul implicat de text și vom încerca a lămurii contradicțiile după metoda dialectică ce este consacrată de triada:

- *teză – pro auctoritas;*
- *antiteză – contra auctoritas;*
- *sinteză – dicta sive concordia discordantium sive conjunctio oppositorum.*

VI.1. Teza (*pro auctoritas*).

Libertatea de a tranzacționa nu este una absolută. Printre limitările care i se aduc se numără și interdicția pentru orice persoană care deține informații privilegiate de a utiliza respectivele informații pentru dobândirea sau înstrăinarea ori pentru intenția de dobândire sau înstrăinare de instrumente financiare la care aceste informații se referă.

Urmează să prezentăm câteva argumente în susținerea tezei. Acestea pot viza, în principiu, necesitatea instituirii interdicției, sau forma în care se prezintă aceasta. Vom avea în vedere doar prima categorie.

După cum am mai precizat mai sus efectele nocive ale dezvăluirii informațiilor privilegiate și ale efectuării de tranzacții pe baza unor asemenea informații pot fi multiple: încălcarea confidențialității și a încrederii acordate, nerespectarea a voinței sociale, abuzarea de buna-credință a participanților la piața de capital, prejudicierea altor deținători de instrumente financiare, și, într-un plan mai general, afectarea transparenței pieței etc.

Prin reglementarea avută în vedere (art. 245) se încearcă garantarea transparenței și siguranței tranzacțiilor, promovarea principiului bunei-credințe atât în raport de contractul de societate cât și în raport de contractul de vânzare-cumpărare de instrumente financiare, evitarea prejudicierii participanților de bună-credință ca urmare a folosirii de către inițiați a funcției sau relației cu emitentul ori în cadrul unei instituții ori autorități, evitarea anularii tranzacțiilor și a prejudiciilor de imagine pentru emitent, prevenirea corupției prin vânzarea-cumpărării de informații privilegiate.

Membrii consiliului de administrație, ai structurilor manageriale sau de supraveghere ale emitentului, acționarii și colaboratorii acestuia, sunt persoane care au obligații de fidelitate față de firmă și acționari, trebuind să depună diligențe pentru a nu înșela încrederea acordată.

Interdicția este de natură să potențeze mobilizarea capitalului de către și de la investitorii mici care vor percepe piața ca fiind mai sigură atât timp cât li se garantează egalul acces la informații, deci echitatea tranzacțiilor; inițiații trebuie să-și gestioneze portofoliul de acțiuni cu

bună-credință. Pe de altă parte, permiterea tranzacționării pe bază de informații privilegiate este de natură se elimine investitorii mici care nu sunt dispuși să-și asume riscurile de a contracta fără garanția transparenței. Totodată, libertatea tranzacțiilor inițiatorilor ar putea determina circuite informaționale între investitorii instituționali și inițiatori luând astfel naștere o arenă restrânsă a celor puternici care pot investi în informație. În acest context devine mai ridicat și riscul abuzului de informații în vederea manipulării pieței de către investitorii sofisticati.

În mod corect, comportamentele incriminate nu sunt condiționate de realizarea unui profit sau producerea unui prejudiciu terților, material sau moral. Legiuitorul a avut ca premisă faptul că utilizarea informațiilor privilegiate în vederea tranzacționării de instrumente financiare la care respectivele informații se referă este *malum in se*.

VI.2. Antiteza (*contra auctoritas*).

Libertatea de a tranzacționa pe piața de capital trebuie să fie neîngrădită. Limitarea acestei libertăți poate frâna mișcarea sau plasarea eficientă a capitalului și diminua creșterea economică. Interzicerea tranzacționării pe bază de informații privilegiate creează doar o aparență de transparență a pieței și de securitate a tranzacțiilor.

În mod corelativ, argumentele în susținerea antitezei pot viza eliminarea, de principiu, a incriminării sau modificarea formei concrete în care se prezintă aceasta.

Împotriva interzicerii tranzacțiilor inițiatorilor s-a argumentat prin faptul că parte din natura unei economii de piață este faptul că specialiștii pot (și asta fac în mod obișnuit, cu titlu de profesie) să speculeze și să beneficieze de cunoștințele lor de specialitate avansate, de capacitatea de analiză și sinteză care le este proprie. Permitearea (neinterzicerea) acestor tranzacții și realizarea lor în mod curent ar fi de natură să aducă beneficii economice de necontestat, în principal, prin aceea că astfel prețul acțiunilor este forțat să reflecte cât mai repede cu putință toate informațiile relevante (obținându-se astfel imediat prețul real). Drept argument concret, s-a subliniat că, spre exemplu, în cazul scandalului *Enron*, dacă inițiatorii ar fi putut să tranzacționeze cu ignorarea momentului divulgării informațiilor negative (moment îndelung amânat), prețul acțiunilor ar fi scăzut mult mai devreme la valoarea reală, aspect care ar fi fost de natură să ducă la evitarea unei părți semnificative din pierderi și la depistarea mai rapidă a nelegalităților comise. În cazul în care „veștile sunt bune”, independent de momentul divulgării lor către public (și există interes ca această divulgare să se facă cât mai repede) și de momentul tranzacționării, din perspectiva prejudiciilor se poate vorbi cel mult de foloase nerealizate (*lucrum cessans*). Dacă însă „veștile sunt rele”, persoanele din top-management deseori încearcă să amâne cât mai mult divulgarea acestora, folosindu-se eventual de metoda zidului chinezesc (*Chinese Walls*) în contra scopului acesteia [22]. De aceea, având în vedere o distincție esențială în dreptul anglo-american - aceea între *malum in se* și *malum prohibitum*, s-a considerat că insider trading este de fapt *malum prohibitum*, nefiind un rău în sine [23].

Dintr-o altă perspectivă, permitearea tranzacțiilor inițiatorilor ar constitui o modalitate de recompensare a inițiatorilor angajați (*primaries*), mai ales dacă informațiile sunt pozitive și aceasta se poate considera că li se datorează într-o oarecare măsură. În același timp, interzicerea tranzacțiilor ar atrage după sine inhibarea deținerii de instrumente financiare de către administratorii și funcționarii unei companii listate ar duce la dezinteresarea acestora cu privire la maximizarea performanțelor lor profesionale în interesul companiei.

De asemenea, s-a apreciat că ar trebui ca, în mod liber, fiecare companie listată să decidă dacă propriilor insideri le interzice tranzacționarea pe bază de informații privilegiate. Această practică a mai fost folosită, în sensul că, prin acte interne ale firmei (coduri ale conduitei pe piață, regulamente interne etc.) sau prin clauze ale contractelor de muncă sau de colaborare, s-a interzis tranzacționarea, acest aspect fiind făcut public către participanții la piață. Prin urmare, se consideră că nu s-ar justifica caracterul general al interdicției, și că aceasta trebuie să fie o opțiune

a companiei care își poate evalua și asuma riscurile neimpunerii interdicției de a fi practic considerată riscantă și eventual eliminată de pe piață. În acest caz, neexistând garanții, investitorii și-ar asuma deliberat riscul investiției.

Se mai poate considera că, oricum, legea nu poate asigura o protecție absolută împotriva efectelor acestor tranzacții. Se pune întrebarea care este diferența dintre o tranzacție a unui insider cu o zi înainte de divulgarea unor informații importante și o tranzacție efectuată cu o oră după divulgarea informațiilor respective? Din perspectiva investitorului ocazional, nesofisticat, a cărui protecție constituie unul din scopurile reglementării interdicției, răspunsul este absolut nici o diferență. Care este timpul de difuzare și asimilare a informațiilor specific unei piețe, cine stabilește acest timp și în baza căror criterii – subiective sau obiective? Fenomenul asimilării depinde de mulți factori; având în vedere gradul de preocupare a investitorilor profesioniști, aceștia vor fi primii beneficiari ai informației divulgate. Este evident că un insider care cunoștea informația încă înainte de a fi divulgată va putea profita de acest lucru, chiar dacă nu atât de mult ca în situația în care ar fi tranzacționat înainte de divulgare.

Faptul că legea nu poate asigura o protecție absolută este subliniat și de faptul că utilizarea informațiilor privilegiate de către persoanele inițiate se poate manifesta nu numai sub forma *insider trading*, ci și sub forma abținerii de la a tranzacționa (*insider abstention*). Această din urmă situație (a se vedea *supra*, II.3) constă în utilizarea informațiilor privilegiate pentru a se opri o tranzacție în ideea unui câștig mai mare obținut prin reinițierea tranzacției după ce prețul instrumentelor financiare va crește ca urmare a divulgării „veștilor bune” și asimilării acestora de către piață. În mod evident, și în acest caz se speculează starea de inechitate provocată de faptul că persoana în cauză cunoștea aspecte importante despre care alți acționari și publicul larg nu fuseseră încă informați. Or, interdicția vizează fapta de a utiliza informațiile privilegiate pentru a se tranzacționa efectiv, sau cu scopul de a se tranzacționa, dar nu are în vedere și oprirea unei tranzacții. Aceasta deși, și în acest din urmă caz, profitul este obținut prin utilizarea cu rea credință a unor informații privilegiate.

Criticile împotriva reglementării pot viza și faptul că aceasta nu este cu adevărat eficientă împotriva unei practici care este pe cât de ocultă pe atât de des utilizată. Dificultatea probațiunii, durata cercetărilor, efectele negative perturbatoare ale pieței atrase de anularea unor tranzacții nelegale și, implicit, a tuturor celor succesive acestora face ca, prin chiar sancționarea încălcării, multe persoane, terți de bună credință, vizate de norma protectivă, să sufere prejudicii.

VI.3. Sinteza (*dicta sive concordia discordantium sive conjunctio oppositorum*).

Pluralitatea argumentelor pro și contra reglementării dezvăluie multiple perspective din care poate fi privită problema în discuție. Argumentele *pro auctoritas*, deși mai puține și mai sintetic prezentate, sunt axate pe valori fundamentale sociale și juridice (*bona fides* și *aequitas*). În antiteză se dă prevalență în special unor principii de natură utilitaristă.

În mod natural, o piață de capital în formare într-o economie nedezvoltată își pune mai puțin problema „în principiu” și își afirmă îndeosebi latura pragmatică. Evident, într-un context istoric anume, fenomenul de aculturație juridică poate avea un rol semnificativ, fie și numai în plan formal (este și cazul României în acest moment). Pe de altă parte, în cazurile țărilor cu o economie matură și o societate civilă activă, tranzacțiile pe bază de informații privilegiate au generat și generează discuții efervescente, iar interzicerea acestor tranzacții a depășit stadiul formal-normativist. În aceste cazuri scopurile sunt mai puțin „economice” și mai mult „juridice” (fără a fi totuși vorba de un antagonism decât aparent, în sens relativ).

VII. SEPTIMUM QUERAM, BROCARDUM ET DE LEGE FERENDA

În sfârșit, urmează cercetarea justificărilor dreptului sancționat de textul în cauză prin expunerea

argumentelor și a excepțiilor, inclusiv *exceptio exceptionis causa*, cu observarea finală a principiilor generale, a brocardurilor și cu eventuala propunere de lege ferenda, în cadrul analizei incursiv-receptive, ceea ce implică raportarea textului la politica legislativă actuală).

Libertatea fiecărui individ, inclusiv libertatea de a contracta, nu este una absolută, deși nu de puține ori s-a încercat absolutizarea acesteia prin prisma unor deziderate economice de eficientizare. Bunăstarea, nici cea individuală, nici cea colectivă, nu poate fi, totuși, construită abuzând de o poziție privilegiată și prin încălcarea drepturilor și intereselor legitime ale participanților la operațiunile pe piața de capital. Fetișizarea „bunăstării” înseamnă, în cele din urmă, în situația analizată, fetișizarea inechității, a inegalității și asumarea fără scrupule a unui sistem de tranzacționare sălbatic, lipsit de principii și valori, redus la o dimensiune pur mecanicistă prin eliminarea rolului protectiv pe care, măcar formal, statul prin autoritățile competente ar trebui să-l manifeste.

Tranzacțiile speculative au, din punct de vedere economic, efecte benefice majore. Printre acestea se numără mobilizarea capitalului în vederea valorificării acestuia, stimularea creativității pe piață etc. Practicarea acestor tranzacții face ca *affectio societatis* să fie redusă doar la teorie în cazul societăților de capitaluri ale căror valori sunt cotate pe piețele organizate. Aceasta nu înseamnă însă că acționarii, care pot să nu se cunoască, nu își datorează și nu trebuie să manifeste bună credință *erga omnes*.

Mai mult, persoanele care, din perspectiva dreptului comercial, sunt profesioniști ai pieței de capital trebuie să-și asume această condiție, ca atare, în sens pozitiv, științific, iar nu în sensul de a reuși eludarea unor dispoziții legale și încălcarea oricăror principii.

Chiar și realitatea inechității nereglementării interdicției comportamentului de *insider abstention* (atât timp cât *insider trading* este prohibit) este invocată nu în sensul unui efort de reglementare a acestuia ci este „deturnată” în ideea eliminării interdicției existente. Or, eliminarea unei inechități „mici” pentru a face loc uneia „mai mari” nu este tocmai o dovadă a ceea ce, în spirit romanist, înseamnă *veritas et constantia*. Pe de altă parte, există și opinia că *insider abstention* este, de fapt, doar un pericol aparent, fără a se nega că, și în acest caz, inițiatul dovedește *mala fides* [24].

În condițiile în care nu se interzice *insider trading*, riscul de manipulare este exponențial mai mare ca în cazul prohibirii acestuia. Dacă, spre exemplu, inițiatii, potențiali deținători de informații privilegiate, cumpără anumite instrumente financiare, de fapt aceștia pot intenționa să dea un semnal favorabil în sensul creșterii prețurilor (chiar în lipsa oricăror informații favorabile sau defavorabile). Dacă ulterior aceștia vor vinde cu scopul obținerii de profit, semnalul transmis pieței va fi invers și, în consecință, este posibil ca prețul acțiunilor să scadă foarte tare fără a exista un fundament economic, obiectiv. Crahul din 1929 de la NYSE a dovedit realitatea psihologică a tendinței de a supraevalua, în jocul bursei, existența și valoarea, până la urmă relativă, a informațiilor cu privire la activele tranzacționate. Printre efectele crahului semnificativ apare faptul că societățile listate au suferit un prejudiciu mai mult de imagine, însă cei care au pierdut din punct de vedere financiar au fost investitorii deținători de valori mobiliare.

Prin urmare, chiar dacă punem în balanță fie și numai argumentele majore de natură economică (lipsa interdicției ar presupune avantajul ca prețul valorilor tranzacționate să fie unul cât mai fidel realității și dezavantajul favorizării comportamentelor manipulative) nu se poate ajunge decât la concluzia că, în principiu, trebuie să se asigure un minim de (auto)protecție.

Este adevărat că, practic, puține comportamente susceptibile de *insider trading* sunt cercetate și, sensibil mai puține, atrag sancțiuni efective de natură penală sau civilă. Nu mai puțin adevărat este că politica legislativă trebuie (re)orientată către valorificarea rapidă și deplină a normei prohibitive, către reglementarea unui sistem cât mai eficient și flexibil de depistare și sancționare a comportamentelor ilicite pe piața de capital. Dar interzicerea de principiu a tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate trebuie să fie dincolo de orice viziune politico-economică care s-ar putea regăsi în reglementarea pieței de capital.

În fine, cu privire la art. 245 din Legea nr. 297/2004, formulăm și o propunere *de lege ferenda*: „*Constituie infracțiune fapta persoanei care deține informații privilegiate de a tranzacționa, pe cont propriu sau pe contul unei terțe persoane, direct ori indirect, cu instrumente financiare la care aceste informații se referă. Tentativa se pedepsește.*”

Cu privire la forma optimă a reglementării, trebuie ținut cont de faptul că, în realitate, este vorba de un sistem complex de norme care vizează protecția. Oricum ar arăta reglementarea, aceasta nu este în mod real eficientă dacă nu este susținută de eforturile emitenților (concretizate în aplicarea unor tehnici consacrate de autoprotecție printre care așa-numita metodă a zidului chinezesc). Se poate ajunge astfel la o completare a unei reglementări concepute în principal pe conceptul de *informație privilegiată* cu măsuri interne ale emitenților fundamentate îndeosebi pe conceptul de *persoană inițiată*.

NOTE:

- [1] "Dezvoltarea instituției proprietății, a drepturilor, a contractului și a unui sistem stabil de drept comercial au fost cruciale pentru ascensiunea Occidentului. Aceste instituții juridice au servit drept substitut al încrederii care există în chip natural în familie și neam și au constituit cadrul în care străinii au putut conlucra în firme mixte sau pe piață" (Francis Fukuyama, *Trust*).
- [2] Legea nr. 297/2004 privind piața de capital a fost publicată în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 571 din 29/06/2004.
- [3] Practica prin care o persoană din conducerea unei firme emitente de valori mobiliare tranzacționate pe piața de capital sau orice altă persoană inițiată folosește informații semnificative, care nu au fost încă divulgate celorlalți acționari și publicului larg, pentru a obține profit prin tranzacționarea de capital al firmei respective (apud Donald J. Boudreaux, *Insider-Trading Prohibitions Should Go out of Style*, iunie 2003, www.fff.org, trad. n.).
- [4] Horațiu Dan Dumitru, Sorin David, *Contractul de vânzare-cumpărare de valori mobiliare, încheiat în cadrul Bursei de Valori București*, în *Revista de Drept Comercial* nr. 5/1999, p. 84, nota 95.
- [5] Pentru detalii a se vedea Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law* (ediția a doua), Matthew Bender & CO., INC., Editorial Offices, 1996 (1999 reprint), p. 267 și urm.; Marc I. Steinberg, *International Securities Law - A contemporary and comparative analysis*, Kluwer Law International, 1999, p. 105 și urm.
- [6] Pentru alte detalii a se vedea Sheldon Richman, *Martha Stewart Case: Where's the Victim?*, martie 2004, *The Fraud of Insider-Trading Law*, partea I, septembrie 2003, partea a II-a, octombrie 2003, www.fff.org.
- [7] A se vedea și Detlev F. Vagts, *Securities Regulation - An Introduction*, International Encyclopedia of Comparative Law, vol. XIII - *Business and Private Organization*, p. 26.
- [8] *Ibidem*.
- [9] Publicată în Jurnalul Oficial L nr. 334 din 18.11.1989, p. 30 și urm.
- [10] Publicată în Jurnalul Oficial L nr. 096 din 12.04.2003, pp. 16-25, a abrogat Directiva nr. 592/CEE/1989 privind coordonarea reglementărilor privind tranzacțiile bazate pe informații privilegiate.
- [11] A se vedea Marc I. Steinberg, *International Securities Law ...*, pp. 144-148; Detlev F. Vagts, *op. cit.*, p. 26.
- [12] *The Committee of European Securities Regulators și European Securities Committee* au fost înființate prin Deciziile Comisiei Europene nr. 527/2001 și 528/2001, publicate în Jurnalul Oficial L nr. 191 din 13.07.2001, p. 43 și, respectiv, p. 45.
- [13] Astfel, în înțelesul Legii nr. 52/1994, *informații confidențiale* sunt informații de orice natura privitoare la un emitent sau la oricare dintre valorile mobiliare emise de acesta, inaccesibile publicului sau care nu au devenit încă publice și a căror divulgare ar putea influența prețul sau alte aspecte ale tranzacțiilor cu valori mobiliare ale emitentului sau ale societăților comerciale asociate ori ale celor în care emitentul deține o poziție majoritară (art. 2 lit. q), iar *informații privilegiate* sunt informații de orice natura privitoare la un emitent sau la oricare din valorile mobiliare emise de acesta, care nu sunt cunoscute publicului și sunt susceptibile de a afecta decizia unui investitor rezonabil, persoanele inițiate fiind ținute a nu le divulga și nici exploata în mod direct sau indirect, personal sau prin interpuși (art. 2 lit. r).
- [14] În sensul art. 85, orice persoană va fi considerată inițiată sau deținător de informații confidențiale dacă:
 - a) are acces la informații: 1. ca membru al structurii de conducere sau supraveghere ori al oricărei entități similare a emitentului; 2. pe durata angajării sale de către emitent sau pe durata activității profesionale în serviciul emitentului; 3. ca investitor în valorile mobiliare ale emitentului;
 - b) are acces la astfel de informații datorita unei poziții sau legături identice cu cele de la lit. a) cu

- o persoana juridica având ea însăși acces la astfel de informații;
- c) a obținut astfel de informații de la oricare din persoanele mai sus menționate sau prin alta modalitate.
- [15] Conform art. 104, constituie contravenție (dacă nu a devenit incidentă legea penală) nerespectarea regimului stabilit prin dispozițiile legii și reglementările Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare pentru informațiile privilegiate și informațiile confidentiale (lit. g). Acest text a fost completat prin Ordonanța de urgență nr. 229/2000 pentru modificarea și completarea Legii nr. 52/1994 prin introducerea la articolul 104, după litera g, printre altele, a unei „noi” contravenții la litera l: nerespectarea de către persoana care este deținătoare de informații confidentiale și/sau privilegiate a dispozițiilor art. 86 al. 1. Ulterior însă, această ordonanță a fost abrogată prin Ordonanță de urgență nr. 27/2001 (aprobată prin Legea nr. 414/2001) și respinsă prin Legea nr. 478/2001.
- [16] Pentru detalii privind O.U.G. nr. 28/2002 privind valorile mobiliare, serviciile de investiții financiare și piețele reglementate, a se vedea Mihai Banu, *Abuzul de piață în legislația românească*, în *Revista de Drept Comercial*, Ed. Lumina Lex, București, nr. 3/2004, pp. 98 – 108.
- [17] Acest act normativ a fost urmat de mai multe directive de implementare: Directiva Comisiei Europene nr. 125/2003 privind prezentarea corectă a recomandărilor investiționale și divulgarea conflictelor de interese, Directiva Comisiei nr. 124/2003 privind definirea și divulgarea informațiilor privilegiate și definirea manipulării pieței, Directiva Comisiei nr. 2273/2003 privind derogările cu privire la programele buy-back și stabilizarea instrumentelor financiare, Directiva Comisiei nr. 72/2004 cu privire la practicile acceptate pe piață, definirea informațiilor privilegiate în cazul instrumentelor derivate pe mărfuri, constituirea listelor cu inițiați, notificarea tranzacțiilor managerilor și notificarea tranzacțiilor susceptibile de a constitui *insider trading*.
- [18] A se vedea K. Alexander, L. Linklater, *Market abuse and insider dealing*, Londra, Butterworths, 2002 sau, un studiu mai sintetic, Kern Alexander, *Insider dealing and market abuse: the Financial Services and Markets Act 2000*, ESRC Centre for Business Research, Cambridge University, 2001, Working Paper No. 222, <http://ideas.repec.org/p/cbr/cbrwps/wp222.html>.
- [19] Filippo Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, ediția a II-a, G. Giappichelli Editore, Torino, 2003, pp. 341-366; Mario Bessone, *I mercati mobiliari*, Giuffrè Editore, Milano, 2002, p. 248; Renzo Costi, *Il mercato mobiliare*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2000, pp. 257-263.
- [20] Acțiunile, obligațiunile și în general valorile mobiliare pot constitui obiectul unui contract de gaj, în condițiile legii. Este de subliniat că pe piețele reglementate sunt efectuate împrumuturi de valori mobiliare (propriu-zise, de tipul sell-buy back etc.). Acestea sunt de fapt împrumuturi de consumație în sensul art. 1577 din Codul civil și presupun transmiterea proprietății. Pentru acest motiv, considerăm că aceste tipuri de „înstrăinări” sau „dobândiri” de instrumente financiare trebuie avute în vedere în aplicarea art. 245 al. 1 din Legea nr. 297/2004.
- [21] A se vedea Valerius M. Ciucă, *Lecții de drept roman*, Editura Polirom, vol. I (1998), pp. 131-132 (*actio ex fide-bona*), vol. III (2000), pp. 799-800 (contractele de bună-credință), 829-850 (*emptio-venditio*), 865-873 (*societas*).
- [22] „Chinese walls” este o expresie care desemnează măsurile de protecție și de închiderea a circuitului informațiilor privilegiate prin „izolarea” inițiaților, în special în cadrul emitentului de instrumente financiare.
- [23] Donald J. Boudreaux, *op. cit.*, www.fff.org.
- [24] Jesse M. Fried, *Insider Abstention*, *The Yale Law Journal*, nr. 2, nov. 2003, vol. 113, pp. 455-492.

*

* *