

Manipularea pietei de capital

În ultima vreme Comisia Națională a Valorilor Mobiliare a început să manifeste un rol activ emitând anul acesta trei ordonanțe de sancționare pentru încheierea unor tranzacții care au fost încadrate în domeniul abuzului de piață. Toate aceste trei cazuri se află (sau se vor afla), se pare, în fața instanțelor judecătorești, întrucât investitorii sancționați au contestat (sau au anunțat că vor contesta) actele de sancționare emise de către CNVM.

În ultimii ani, cu excepția ultramediatizatului dosar Rompetrol, nu a mai existat nicio situație în care să existe măsuri luate împotriva unor entități care acționează pe piața de capital din România pentru săvârșirea unor fapte de abuz de piață.

Soluțiile irevocabile care vor fi pronunțate de instanțe în cele trei situații recente, îndeosebi motivările care vor sta la baza acestor hotărâri judecătorești, ar putea constitui puncte de reper semnificative pentru o viitoare jurisprudență în materia abuzului de piață.

Deocamdată, poate nu este inutil să analizăm care sunt „parametrii” legali care conturează instituțiile esențiale ale abuzului de piață: **tranzacționarea în baza informațiilor privilegiate și manipularea pietei de capital.**

Vom începe, în acest număr, cu o prezentare extrem de succintă a faptei de manipulare a pietei de capital.

Reglementarea actuală dată de Legea nr.297/2004 consideră drept fapte de manipulare a pietei de capital:

a) tranzacțiile sau ordinele de tranzacționare:

1. care dau sau ar putea da semnale false sau care induc în eroare în legătură cu cererea, oferta sau prețul instrumentelor financiare;
2. 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;

b) tranzacțiile sau ordinele de tranzacționare care presupun procedee fictive sau orice altă formă de înșelăciune;

c) diseminarea de informații prin mass-media, inclusiv internet sau prin orice altă modalitate, care dă sau ar putea să dea semnale false sau care induc în eroare asupra instrumentelor financiare, inclusiv diseminarea zvonurilor și știrilor false sau 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. Referitor la jurnaliști, în exercitarea profesiei lor, diseminarea informațiilor va fi luată în considerare ținându-se cont de regulile care reglementează activitatea acestora, excepție făcând persoanele care utilizează aceste informații în scopul obținerii, directe sau indirecte, de avantaje sau profituri.

Legea pietei de capital, in cadrul art. 244 alin.7 enumera o serie de situatii care sunt considerate a reprezenta operatiuni de manipulare a pietei de capital:

a) acțiunea unei persoane sau a unor persoane, care acționează în mod concertat, pentru **a-și asigura o poziție dominantă** asupra cererii de instrumente financiare, având ca efect fixarea, directă sau indirectă, a prețului de vânzare sau cumpărare ori crearea altor condiții incorecte de tranzacționare;

b) **vânzarea sau cumpărarea de instrumente financiare la momentul închiderii pieței**, cu scopul inducerii în eroare a investitorilor care acționează pe baza prețurilor de închidere;

c) **beneficierea de accesul regulat sau ocazional la mijloacele media, electronice sau tradiționale**, prin exprimarea unei opinii în legătură cu instrumentul financiar sau indirect, în legătură cu emitentul acestuia, în condițiile în care instrumentul era deja deținut și s-a profitat ulterior de impactul opiniilor exprimate cu privire la acel instrument, fără a fi făcut în același timp public acel conflict de interese, într-o manieră corectă și eficientă.

Ordonanta de Urgenta a Guvernului nr.28/2002, in vigoare pana la data intrarii in vigoare a actualei legi, considera drept operatiuni de manipulare a pietei de capital:

a) efectuarea de tranzactii sau lansarea de ordine de tranzactionare care dau sau sunt in masura sa dea indicatii false ori inselatoare cu privire la oferta, cererea sau pretul instrumentelor financiare ori care mentin, prin actiunea uneia sau mai multor persoane, pretul instrumentelor financiare la un nivel artificial ori care folosesc alte mijloace fictive sau alte forme de tranzactionare incalcand practicile oneste;

b) diseminarea de informatii prin orice mijloace care dau sau sunt in masura sa dea indicatii false ori inselatoare cu privire la oferta, cererea sau pretul instrumentelor financiare, incluzand diseminarea de zvonuri sau stiri false ori inselatoare.

Se observa ca este asemanator continutul faptei de manipulare a pietei de capital cu cel descris in Legea nr.297/2004, actualul act normativ care reglementeaza domeniul.

Directiva Uniunii Europene nr.6/28 ianuarie 2003, art. 1 alin. 2 a reprezentat sursa de inspiratie a art. 244 alin.5, 6 si 7, referitoare la manipularea pietei de capital, din Legea romana a pietei de capital nr.297/2004. In aceste conditii, textul din Directiva Europeana este in mare parte asemanator cu cel inserat in legea romana, intrata in vigoare 18 luni mai tarziu decat respectiva directiva.

Potrivit art. 1 alin.2 lit. a) din Directiva Parlamentului European nr.6/2003, nu vor fi considerate acte de manipulare a pieței de capital situațiile în care „*persoana care a efectuat tranzacția sau care a emis ordinele consideră că motivele care au determinat-o*

să procedeze astfel sunt legitime și că respectivele tranzacții sau ordine sunt conforme cu practicile de piață admise pe piața reglementată în cauză”.

Semnificatia practica a unei asemenea prevederi din Directiva Europeana consta in aceea ca se va considera drept abuz de piata numai fapta savarsita cu intentie de catre investitorul suspectat ca ar fi manipulat piata de capital.

In conditiile in care acesta va avea credinta ca actioneaza conform unei practici de piata acceptate el nu este sanctionabil, chiar daca ordinele sau tranzactiile sale au dat, spre exemplu, *semnale false sau care induc în eroare în legătură cu cererea, oferta sau prețul instrumentelor financiare*. Cu alte cuvinte, interpretand mai departe textul directivei, putem vorbi de o prezumtie a bunei-credinte a investitorilor care actioneaza pe piata de capital. Este rolul organismului statal de supraveghere si control, in cazul Romaniei-CNVM, sa faca dovada ca investitorul respectiv nu avea cum sa considere ca actioneaza potrivit unei practici acceptate sau ca nu putea sa considere drept legitime motivele care au stat la baza actiunii sale.

In ipoteza in care acestea sunt sesizate ca a fost savarsita infractiunea de manipulare a pietei de capital, in acelasi mod, respectiv avand obligatia sa probeze intentia frauduloasa a investitorului, precum si ilegitimitatea motivelor sale, ca si imposibilitatea de a fi incidente practici de piata acceptate, sunt tinute sa procedeze si organele de urmarire penala.

Manipularea pietei de capital in viziunea celor mai importante burse ale lumii

-
-

Cvasiabsenta unei practici in materia manipularii pietei de capital in tara noastra impune o trecere in revista a unor definitii si reglementari existente in state cu o indelungata practica in domeniul pietei de capital, pentru a putea observa, pornind de la cazuri de manipulare descoperite si solutionate de catre autoritatile competente din statele respective care sunt liniile generale de interpretare ale unor texte legale referitoare la problema manipularii pietei de capital.

Reglementarile la nivel legislativ primar sau chiar secundar sunt, in principiu, de ordin general. Este important in cauza de fata sa se determine daca au avut loc in mod concret operatiuni de manipulare a pietei de capital. In aceste sens, credem, ca este utila o scurta analiza a notiunii de manipulare a pietei, astfel cum este aceasta privita pe cele mai importante pietele bursiere ale lumii.

Manipularea pietei de capital conform Bursei din New York-New York Stock Exchange (NYSE)

Manipularea pietei de capital, potrivit definitiei oficiale postate pe website-ul NYSE[1] reprezinta „o operatiune ilegala constand in cumpararea sau vanzarea de instrumente financiare cu scopul de a crea o falsa sau gresita aparenta a unei tranzactionari active sau cu scopul de a creste sau scadea pretul instrumentelor financiare pentru a determina pe ceilalti investitori sa vanda sau sa cumpere instrumentele financiare respective.”

In viziunea operatorului celei mai importante piete de capital din lume, o operatiune pe piata de capital trebuie sa detina, cumulativ, urmatoarele trasaturi pentru a putea fi caracterizata drept manipulare a pietei de capital:

a)sa existe operatiuni de vanzare sau cumparare de instrumente financiare;

b)acestea sa fie efectuate in scopul

b1)de a crea o falsa aparenta a unei tranzactionari active, deci sa induca in eroare asupra lichiditatii instrumentelor financiare respective sau

b2)de a creste sau scadea in mod artificial pretul instrumentelor financiare respective pentru a-i determina pe ceilalti participanti la piata de capital sa cumpere sau vanda respectivele instrumente financiare.

Din aceasta definitie se desprind doua concluzii importante referitoare la caracterizarea unor operatiuni ca fiind acte de manipulare a pietei de capital:

A. Este necesar sa existe elementul intentional al manipulatorului cu privire la inducerea in eroare a celorlalti investitori. Operatiunile de vanzare sau cumparare trebuie sa fie efectuate „*in scopul*” crearii unei false sau gresite aparente cu privire la lichiditatea pietei pentru respectivele instrumente financiare sau cu privire la pretul acestora. Daca respectivele acte de vanzare sau cumparare nu se efectueaza in scopul crearii unei false aparente se deduce *per a contrario* ca nu ne aflam in prezenta unor operatiuni de manipulare a pietei de capital.

B. Lichiditatea sau pretul instrumentelor financiare asupra carora s-a efectuat operatiunea de manipulare trebuie sa fie aparenta, adica sa nu fie reala.

In situatia in care lichiditatea respectivelor instrumente financiare se mentine la acelasi nivel dupa ce a incetat operatiunea de manipulare sau pretul acestor instrumente pastreaza trendul pe care il avea in momentul efectuarii tranzactiilor suspectate a fi manipulative, desigur ca nu suntem in prezenta unor operatiuni de manipulare a pietei de capital.

Manipularea pietei de capital in viziunea Euronext-Bursa Pan-Europeana[2]

In conformitate cu prevederile art. 631-1 din Regulamentul General al Autoritatii Pietei Financiare, faptele de manipulare a pietei de capital constau in:

- a) efectuarea de tranzactii sau emiterea de ordine de tranzactionare care dau sau sunt in masura sa dea indici false sau inselatoare cu privire la oferta, cererea sau cursul instrumentelor financiare;
- b) stabilirea, prin fapta uneia sau mai multor persoane care actioneaza in mod concertat, pentru unul sau mai multe instrumente financiare, un curs la un nivel anormal sau artificial, cu exceptia situatiei in care persoanele care au efectuat tranzactiile sau au emis ordinele de tranzactionare au avut motive legitime sa procedeze in acest mod sau a situatiei in care aceste ordine sunt conforme cu practicile de piata ale pietei reglementate pe care s-au efectuat operatiunile respective.
- c) Tranzactii sau ordine de tranzactionare care utilizeaza procedee false sau inselatoare sau orice alta forma de inselatorie sau inducere in eroare

Reglementarile Bursei Pan-europene **Euronext** sunt armonizate cu dispozitiile Directivei europene nr.6/2003 referitoare la informatiile privilegiate si manipularea pietei, fiind, in acelasi timp, rezultatul activitatii practice indelungate desfasurate pe principalele piete de capital europene.

O succinta analiza a textelor normative aplicabile acestei piete de capital in materia manipularii pietei de capital indica in mod indubitabil ca reglementarea isi fixeaza centrul de greutate pe teza crearii unei **imagini false** pentru ceilalti participanti in legatura cu cererea, oferta sau cursul instrumentelor financiare tranzactionate, obiecte ale posibilei manipulari.

Se desprinde asadar ideea de inselaciune produsa de catre eventualul manipulator celorlati participanti la activitatea de tranzactionare pe piata de capital respectiva.

Per a contrario, daca ceilalti investitori sau participanti la sedinta de tranzactionare nu sunt indusi in eroare cu privire la cererea, oferta sau cursul respectivelor instrumente financiare, rezulta ca nu se poate vorbi de manipularea pietei de capital.

[1] www.nyse.com/glossary

[2] Euronext reprezinta Bursa Pan-europeana creata prin fuziunea pietelor de instrumente financiare si de instrumente derivate din Paris, Londra, Amsterdam,

Bruxelles si Lisabona. Anul acesta Euronext a fuzionat cu NYSE creandu-se astfel prima bursa transtlantica.