

Infrațiunea de manipulare a pieței de capital
The offence of market manipulation
Délit de manipulation du marché des capitaux

Profesor coordonator: Cristina Rotaru
Secțiunea: Drept penal
Student: Cornelia Postelnicu
An III, grupa 411

Cet article vise à analyser les aspects qui caractérisent l'acte illicite de manipulation du marché boursier, pas nécessairement dans le but de radiographier ce crime, mais plutôt de souligner sa complexité. Cette dernière résulte de la nature des techniques de manipulation, de la spécialisation des participants au marché qui, outre les compétences et les connaissances dans ce domaine, doivent aussi avoir les ressources financières nécessaires, et le dernier mais non le moindre, des implications que de tels actes ont sur le marché des capitaux et sur l'économie en général.

Mots-clés: infraction, marchés de capitaux, manipulation

This paper aims to present the aspects that characterize the illegal act of manipulating the stock market, not necessarily to analyze this crime, but rather to emphasize its complexity. The latter results from the nature of manipulative techniques, from the specialization of the participants on the market who, in addition to skills and knowledge in this field, must also have the necessary financial resources and, last but not least, from the impact that such facts have on the capital market and on the economic situation, in general.

Key words: offence, stock market, manipulation

Lucrarea își propune să analizeze aspectele care caracterizează fapta ilicită de manipulare a pieței de capital, nu neapărat pentru a radiografia această infracțiune, ci mai degrabă pentru a-i reliefa complexitatea. Aceasta din urmă rezultă din natura tehnicilor manipulative, din specializarea participanților pe piață, care, pe lângă abilități și cunoștințe în acest domeniu, mai trebuie să dețină și resursele financiare necesare, și, nu în ultimul rând, din implicațiile pe care le au astfel de fapte asupra pieței de capital și asupra economiei, în general.

Cuvinte cheie : infracțiune, piața de capital, manipulare

I. Noțiunea manipulării pieței de capital

Noțiunea de “*manipulare*” este folosită în general având o conotație eminentă negativă, ducând cu gândul la ideea de inducere în eroare, în genere prin “manopere dolosive”, prin anumite instrumente capabile să creeze asupra subiectului manipulării o falsă reprezentare a realității.

În cea mai simplă și elocventă definiție a noțiunii de manipulare, aceasta este văzută ca o “manevră destinată a înșela”. Într-o explicație britanică mai elaborată, manipularea constă în controlul, exploatarea sau influențarea cuiva prin mijloace viclene, incorecte sau insidioase, în scopul realizării unui beneficiu.

Totusi, noțiunea de manipulare este intrinsec legată de aceea de informație. Nu se poate lua în discuție o faptă de manipulare în absența furnizării unor informații de către agentul activ al manipulării apte de a fi receptate de către subiectul/subiectele înspre care se îndreaptă respectiva acțiune de inducere în eroare. Persoanele induse în eroare însă, nu cunosc și nu au în mod obiectiv cum să cunoască intenția dolosivă a manipulatorului, intenție ascunsă de anumite circumstanțe aparente, care sunt suficient de puternice pentru a crea o falsă impresie despre realitate.

Referitor la utilizarea sintagmei “*manipularea pieței de capital*”, este dincolo de orice dubiu că manipularea vizată de legiuitor se referă la inducerea în eroare a investitorilor pe piața de capital. Nu se poate vorbi despre o “*manipulare abstractă a pieței de capital*”, de o acțiune ilicită care nu are victime. Este esențial pentru stabilirea ilicitului unor tranzacții sau ordine ca acestea să fi înșelat anumite persoane care investeau sau doreau să investească pe piața de capital, astfel încât acestor persoane să le fi fost afectată libertatea de a contracta.

Având în vedere aceste considerente, manipularea pieței de capital poate fi definită ca fiind *acțiunea prin care unul sau mai multi participanți la piața de capital, datorită unor tranzacții sau ordine de tranzacționare care au condus sau menținut prețul unuia sau mai multor instrumente financiare la un nivel artificial sau datorită unor informații neadevărate transmise prin mass-media, au fost induși în eroare cu privire la cererea, oferta sau prețul instrumentelor financiare, ori au fost determinați să încheie tranzacții la prețuri artificiale sau să nu mai încheie tranzacții din cauza caracterului înșelător al prețului.*¹

În ceea ce privește definițiile legale ale noțiunii de manipulare a pieței de capital, se poate observa că aceste dispoziții legale nu se canalizează în direcția de a oferi o definiție exhaustivă a noțiunii, ci mai degrabă enumeră împrejurările în care poate fi identificată această faptă ilicită de manipulare.

În acest sens, reglementarea actuală data de Legea nr.297/2004 considera drept fapte de manipulare a pieței 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,

¹ Cristian Duțescu, Manipularea pieței de capital, Ed. C.H. Beck, 2008

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.

Directiva Uniunii Europene nr.6/28 ianuarie 2003, art. 1 alin. 2 a reprezentat sursa de inspirație a art. 244 alin.5, 6 și 7, referitoare la manipularea pieței de capital, din Legea română a pieței de capital nr.297/2004. În aceste condiții, textul din Directiva Europeană este în mare parte asemănător cu cel inserat în legea română, intrată în vigoare 18 luni mai târziu decât respectiva directivă.

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”*.

Semnificația practică a unei asemenea prevederi din Directiva Europeană constă în aceea că se va considera drept abuz de piață numai fapta săvârșită cu intenție de către investitorul suspectat că ar fi manipulat piața de capital.

În ceea ce privește natura ilicită a faptei de manipulare a pieței de capital s-a afirmat că noțiunea este indisponibilă legată de *“speculație”*.²

Speculatorul știe că operațiunile sale sunt susceptibile să afecteze funcționarea regulată a pieței, în sens ascendent sau descendent, însă ignoră faptul că intervenția sa pe piață poate provoca asemenea evoluții și, *a fortiori*, că prețul poate să nu evolueze în sensul dorit, asumându-și un risc. În schimb, manipulatorul nu își asumă niciun risc. Prin acțiunile sale va elimina posibilitatea ca piața să evolueze într-un sens nedorit, cunoscând într-o manieră sigură faptul că intervenția sa va afecta piața, prețul instrumentelor financiare urmând să aibă trendul dorit. În foarte multe situații însă, granița dintre speculație și manipulare este extrem de subțire și greu de identificat.

Tot privitor la această natură ilicită, Directiva Europeană nr. 6/2003 stabilește încă din titlu faptul că manipularea pieței de capital reprezintă un abuz, o faptă incorectă, reglementată ca atare și așezată în sfera ilicitului. Astfel, în articolul 5 este instituită prohibiția pentru orice persoană de a se implica în activități de manipulare a pieței.

Legiuitorul român a evaluat pericolul social generic al manipulării pieței de capital ca având o gravitate suficientă pentru ca această faptă să fie încadrată în categoria infracțiunilor, atunci când este săvârșită cu intenție, fapta fiind incriminată prin art. 279 din Legea pieței de capital nr. 297/2004.

II. Analiza infracțiunii de manipulare a pieței de capital

Pentru a intra în sfera ilicitului penal conduita unei persoane trebuie să conste în anumite acte de exteriorizare a procesului psihic ce o generează. Numai actele de conduită exterioare ale

² S.Loyrette, *Le contentieux des abus de marche*, Joly editions, L.G.D.J., 2007

persoanei pot constitui infracțiuni și nu simplele procese psihice ce au loc la nivelul conștiinței individului.³

În cazul faptei de manipulare a pieței de capital conduita exterioară trebuie să se concretizeze întotdeauna printr-o acțiune. Fapta analizată nu poate fi săvârșită prin inacțiune. Chiar și în ipoteza în care o anumită persoană are obligația de a realiza o raportare a tranzacțiilor efectuate sau a deținerilor din portofoliul său și nu o îndeplinește, inducând astfel în eroare pe ceilalți participanți la piață, nu se poate susține că această inacțiune în sine constituie o faptă de manipulare. Pentru a căpăta sens acest caracter ilicit, conduita unei persoane trebuie să constea în mod necesar într-o acțiune de tranzacționare sau de emiteră de ordine de tranzacționare, ori de diseminare de informații fictive sau înșelătoare.

Manipularea pieței prezintă un pericol social sporit, de o anumită gravitate, fapt de natură a crea necesitatea incriminării acesteia drept infracțiune, în condițiile în care manipularea pieței de capital afectează în unele situații, grav circuitul juridic, creând o ingerință serioasă în libertatea de a contracta a investitorilor pe piața de capital, aceștia fiind induși în eroare de actele înșelătoare ale manipulatorului. Atingerea adusă unor valori ocrotite de legea penală naște așadar nevoia aplicării unor pedepse cu caracter penal făptuitorului.

1. Obiectul juridic și obiectul material

Obiectul juridic specific al infracțiunii de manipulare a pieței de capital constă în valoarea socială concretă căreia i se aduce atingere prin săvârșirea acestei fapte ilicite, respectiv în relațiile sociale care se manifestă pe piața de capital, de natură patrimonială, care reclamă, pentru desfășurarea lor normală, menținerea unei piețe ordonate, regulate și eficiente, în care tranzacțiile cu instrumente financiare se încheie la prețuri stabilite pe baza legii naturale a cererii și a ofertei.

Relațiile sociale ocrotite au o natură patrimonială, întrucât caracterul oneros este de esență actelor translativă de proprietate încheiate pe piața de capital.

Obiectul material al infracțiunii de manipulare a pieței de capital constă în instrumentele financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată. Condiția ca instrumentele financiare care fac obiectul activității de manipulare să fie tranzacționate pe o piață reglementată, fie și pe piața primară a ofertelor publice reprezintă totodată și situația premisă a acestei infracțiuni.

Instrumentele financiare sunt definite în legislația română de Legea nr. 297/2004, în art. 2 pct. 11 și înseamnă:

- a) valori mobiliare;
- b) titluri de participare la organismele de plasament colectiv;
- c) instrumente ale pieței monetare, inclusiv titluri de stat cu scadență mai mică de un an și certificate de depozit;
- d) contracte futures financiare, inclusiv contracte similare cu decontare finală în fonduri;
- e) contracte forward pe rata dobânzii, denumite în continuare FRA;
- 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; această categorie include și opțiuni pe curs de schimb și pe rata dobânzii;
- h) instrumente financiare derivate pe mărfuri;

³ C. Bulai, A. Filipas, C. Mitrache, B. N. Bulai, C. Mitrache, Instituții de drept penal-curs selectiv pentru licență, Editura Trei, București, 2008

i) orice alt instrument admis la tranzacționare pe o piață reglementată într-un stat membru sau pentru care s-a făcut o cerere de admitere la tranzacționare pe o astfel de piață;

2. Subiecții faptei de manipulare a pieței de capital

Subiectul activ al faptei de manipulare a pieței de capital este autorul faptei ilicite interzise de prevederile legale incidente.

În general, în cazul manipulării pieței de capital mai multe persoane fizice sau juridice dețin rolul de subiect activ, deoarece multe dintre formele manipulării nu se pot realiza decât prin acțiunea conjugată a mai multor participanți la piață sau a mai multor persoane care transmit informații despre instrumentele financiare admise la tranzacționare.

În principiu, orice persoană, chiar și fără a fi investitor pe piața de capital, poate avea calitatea de subiect activ al faptei de manipulare a pieței de activ. De asemenea, autor al faptei va putea fi atât o persoană fizică, cât și o persoană juridică, întrucât ambele au calitatea de subiect de drept.

În cazul unei persoane juridice, săvârșirea faptei se va reține în sarcina sa în ipoteza în care acțiunea manipulativă s-a întemeiat pe o decizie a organelor de reprezentare și conducere, transmisă fie și verbal. În cazul în care tranzacțiile sau ordinele incriminate au fost emise în contul persoanei juridice, dar fără știrea organelor de conducere sau reprezentare competente, nu se va putea antrena răspunderea persoanei juridice pentru manipularea pieței, ci numai a persoanei care a avut inițiativa efectuării tranzacțiilor sau emiterii ordinelor care au dus în eroare, au dat semnale false, au menținut un preț artificial sau au presupus procedee fictive.

De asemenea, în unele situații **subiectul activ** este **circumstanțiat**, anumite forme de manipulare a pieței de capital neputând fi săvârșite decât de persoane care exercită o anumită profesie sau dețin o anumită poziție sau funcție. De exemplu, manipularea pieței prin crearea unui plafon minim în ceea ce privește prețul nu poate fi săvârșită decât de către un emitent sau o entitate care controlează un emitent.

Subiectul pasiv este, în dreptul penal, persoana fizică sau juridică vătămată, titulara valorii sociale împotriva căreia s-a îndreptat infracțiunea.

În domeniul pieței de capital, o acțiune ilicită de manipulare, încadrată în sfera abuzului de piață, afectează pe toți participanții la piața instrumentului financiar care reprezintă obiectul manipulării. Aceștia fie încheie tranzacții la prețuri artificiale, fie sunt împiedicați să încheie orice fel de tranzacții datorită menținerii unor prețuri anormale, care nu sunt create prin jocul liber al cererii și ofertei, dobândind astfel calitatea de subiect pasiv al faptei ilicite de manipulare toate aceste persoane.

Din aceste considerente, este necesar să fie identificate anumite criterii în baza cărora să se poată stabili condițiile care trebuie îndeplinite, din punct de vedere al participanților la piață, pentru ca acțiunile unei persoane să fie considerate manipulative, iar investitorii de pe piața unui instrument financiar să capete calitatea de subiect pasiv.

În aceste condiții, în sistemul de drept din Marea Britanie a fost introdusă noțiunea de "investitor obișnuit" (**regular user**), în funcție de care se apreciază de către autorități conduita persoanelor suspectate că ar fi efectuat acțiuni de manipulare a pieței.

În lipsa unor alte criterii legale la nivelul normativ al Uniunii Europene sau în sistemul de drept românesc, prevederile din legislația britanică pot constitui un model orientativ pentru autorități, fără ca acestea să fie ținute să ofere o interpretare similară unor situații care prezintă elemente comune cu cele avute în vedere de legiuitorul englez.

3. Latura obiectivă a infracțiunii de manipulare a pieței de capital

3.1. Elementul material al infracțiunii de manipulare

Elementul material reprezintă componenta principală a conținutului obiectiv al unei infracțiuni și constă în însuși actul de conduită interzis.

În cazul infracțiunii de manipulare a pieței, elementul material poate îmbrăca următoarele forme de acțiune:

➤ Efectuarea de tranzacții sau emiterea de ordine de tranzacționare care :

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

În cadrul acestei varietăți a elementului material pot fi distinse următoarele forme de acțiune care pot constitui infracțiunea de manipulare a pieței de capital:

- *efectuarea de tranzacții* ce vizează acționarea sau vânzarea unui instrument financiar în condițiile în care nu survin modificări relativ la beneficiar sau riscul de piață ori tranzacții în care transferul riscul sau al beneficiarului de realizează între părți care acționează concertat în mod deschis sau pe ascuns (**wash trades**);
- *efectuarea de tranzacții* în cadrul sistemului de tranzacționare doar pentru a se crea impresia unei activități sau a unei modificări de preț în ceea ce privește un instrument financiar (**painting the tape**);
- *efectuarea de tranzacții* pentru care atât ordinele de cumpărare cât și cele de vânzare sunt introduse aproximativ la același moment, la același preț și cantitate de către părți diferite dar care acționează împreună (**improper match orders**);
- *introducerea ordinelor* fără intenția de execuție a acestora.

b) 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.

În cadrul acestui mod de manipulare a pieței se înscriu următoarele forme pe care le poate îmbrăca elementul material:

- *efectuarea de tranzacții* și/sau introducerea de ordine de tranzacționare de către una sau mai multe persoane care acționează în mod concentrat pentru a-și asigura o poziție dominantă asupra cererii sau ofertei de instrumente financiare, efectul fiind de fixare, directă sau indirectă a prețului de vânzare sau cumpărare ori crearea altor condiții incorecte de tranzacționare (**cornering**);
- *vânzarea sau cumpărarea* de instrumente financiare la momentul închiderii pieței în vederea denaturării prețului acestor instrumente (**marking the close**);
- *acțiuni concentrate în perioada ulterioară unei oferte publice inițiale*, având drept rezultat creșterea artificială a prețului instrumentelor financiare ce au făcut obiectul ofertei;
- *efectuarea de tranzacții sau introducerea de ordine de tranzacționare* ce au drept efect exploatarea poziției dominante deținute în legătură cu oferta, cererea sau mecanismele de livrare pentru un anumit instrument financiar și distorsionarea prețului acestuia (**abusive squeeze**);
- *efectuarea de tranzacții sau introducerea de ordine de tranzacționare* ce au drept efect crearea unui plafon minim în ceea ce privește prețul;

- *efectuarea de tranzacții sau introducerea de ordine de tranzacționare* ce au drept efect crearea unui ecart cerere-ofertă excesiv de mare;
- *efectuarea de tranzacții* pe o anumită piață pentru a influența în mod nepotrivit prețul unui instrument financiar de pe altă piață.

c) presupun procedee fictive sau orice altă formă de înșelăciune

Elementul material în cadrul acestei categorii de infracțiuni de manipulare a pieței de capital se poate prezenta sub următoarele forme:

- *emiterea de opinii* asupra unui instrument financiar după ce s-a adoptat o poziție asupra acestui instrument prin obținerea de profit de pe urma impactului respectivei opinii asupra cursului respectivului instrument fără a fi făcut concomitent public într-un mod corect și eficient, conflictul de interese în cauză (**scalping**);
 - *efectuarea de tranzacții* în scopul ascunderii identității deținătorului unui anumit instrument financiar (**concealing ownership**);
 - *efectuarea de tranzacții, introducerea de ordine de tranzacționare sau diseminarea de informații* de către deținătorului unor instrumente financiare care au drept rezultat inducerea în eroare a participanților la piață și creșterea artificială a prețului respectivelor instrumente financiare (pump and dump);
 - *efectuarea de tranzacții, introducerea de ordine de tranzacționare sau diseminarea de informații* de către o persoană care a efectuat operațiuni de vânzări în lipsă care au drept rezultat inducerea în eroare a participanților la piață și scăderea artificială a prețului respectivelor instrumente financiare (**trash and cash**);
 - *efectuarea de tranzacții de cumpărare sau de vânzare în lipsă*, anunțarea poziției inițiale și efectuarea de tranzacții în sens opus imediat după ce aceasta a ajuns la cunoștința publicului.
- Diseminarea de informații prin mass-media care ar putea da semnale false sau induce în eroare asupra instrumentelor financiare

Variantele sub care se poate prezenta elementul material al manipulării pieței de capital prin diseminarea de informații sunt:

- *acțiuni de diseminare* prin intermediul mass-media de informații false sau care induc în eroare;
- *activități* ce au drept rezultat transmiterea către public de informații false/înșelătoare;

3.2. Urmarea imediată a infracțiunii de manipulare a pieței de capital

Urmarea imediată sau rezultatul faptei de manipulare a pieței de capital constă în schimbarea pe care săvârșirea acțiunii prohibite de lege a produs-o asupra terțului, cererii sau ofertei instrumentelor financiare.

Infracțiunea de manipulare a pieței de capital poate fi considerată, în anumite forme ale sale, o infracțiune de pericol și nu de rezultat.

Pentru a exista fapta ilicită de manipulare este necesar să se producă un rezultat, precizat *in terminis* în norma legală. Acest rezultat constă în:

- emiterea de semnale false sau inducerea în eroare a participanților la piață cu privire la cererea, oferta sau prețul instrumentelor financiare tranzacționate;
- menținerea cursului instrumentelor financiare la un nivel artificial sau anormal.

Este de menționat că și varianta de manipulare a pieței prin utilizarea de procedee fictive are drept finalitate, urmare imediată, tot manevrarea prețului către paliere artificiale (“pump and dump”, “trash and cash”, “scalping”) sau inducerea în eroare a participanților la piață (“concealing ownership”).

În cazul manipulării prin “*emiterea de semnale false sau inducerea în eroare*” este vorba de o infracțiune de pericol. Valoare socială ocrotită în cazul infracțiunii de manipulare nu constă însă în cerința ca o persoană să nu fie indusă în eroare, ci în menținerea unei piețe ordonate, regulate și eficiente. Simpla inducere în eroare a unei persoane nu constituie o infracțiune pentru a se putea considera că este rezultatul conduitei ilicite incriminate de norma de drept penal. Potrivit doctrinei de drept penal, în cazul infracțiunilor de rezultat efectul faptei constă într-o schimbare materială obiectivă. Acest raționament își păstrează valabilitatea atât în ipoteza manipulării prin intermediul “tranzacțiilor și ordinelor de tranzacționare” care dau semnale false, cât și în situația manipulării prin diseminarea de informații false.

Consecința ultimă a infracțiunii de manipulare a pieței de capital nu constă întotdeauna într-un prejudiciu creat în patrimoniul unor participanți la piața instrumentului financiar asupra căruia s-a exercitat acțiunea de manipulare. Valoarea socială ocrotită este afectată și în ipoteza în care participanții de bună-credință la piața unui instrument financiar nu au putut să-și exercite dreptul de dispoziție asupra unor instrumente financiare, fie sub forma cumpărării, fie sub forma vânzării acestora, întrucât a intervenit factorul perturbator al manipulării.

3.3. Legătura de cauzalitate

Legătura de cauzalitate dintre elementul material și urmare imediată reprezintă un factor necesar ce trebuie să fie prezent în conținutul laturii obiective a infracțiunii. După cum a relevat doctrina dreptului penal, legătura de cauzalitate reprezintă liantul între elementul material, care are rolul de cauză și urmare imediată, ce reprezintă efectul acțiunii făptuitorului. În absența dovedirii existenței legăturii de cauzalitate se consideră că nu sunt întrunite elementele constitutive ale infracțiunii.

În cazul în care fapta de manipulare a pieței se concretizează prin crearea unei stări de pericol, în varianta în care activitatea înfracțională are drept rezultat inducerea în eroare sau emiterea de semnale false sau potențialul de a se emite semnale false, legătura de cauzalitate rezultă *ex re*, din săvârșirea faptei, ca la orice infracțiune de pericol.

În ipoteza în care avem însă de a face cu distorsionarea prețului unui instrument financiar, este vorba de producerea unui rezultat material în realitatea obiectivă, astfel încât va deveni necesară dovedirea legăturii de cauzalitate între elementul material – acțiunea persoanei suspectate și urmare imediată – crearea și menținerea unui curs artificial. Se va impune, în aceste condiții, determinarea cu exactitate a influenței reale exercitate de prezumtivul manipulator asupra pieței instrumentului financiar în cauză. Apoi, va trebui stabilit dacă în conduita persoanei în discuție se pot distinge elemente din sfera ilicitului, întrucât, după cum am văzut, orice tranzacție licită încheiată în sistemul de tranzacționare influențează, modifică prețul de piață al instrumentelor financiare.

4. Latura subiectivă

În cazul manipulării pieței de capital prezența vinovăției sub forma intenției este determinată pentru atragerea caracterului penal al faptei, indiferent că este vorba de intenție directă sau indirectă.

În varianta intenției directe, persoana în cauză prevede rezultatul faptei sale ce constă în emiterea de semnale false sau menținerea unui preț artificial, și chiar urmărește producerea lui prin săvârșirea acelei fapte.

În unele situații, autorul manipulării vizează în mod expres distorsionarea prețului sau inducerea în eroare a participanților la piață. În mod necesar, acest rezultat va fi singurul care va fi util în atingerea obiectivului sau, acela de a obține beneficii materiale.

În cazul intenției indirecte, făptuitorul prevede rezultatul conduitei sale asupra pieței și, deși nu-l urmărește, acceptă posibilitatea producerii lui. În cele mai multe cazuri de manipulare, făptuitorul nu vizează în mod necesar inducerea în eroare a celorlalți participanți la piață, ci obținerea pentru sine a unui beneficiu material, însă acceptă această eventualitate ca fiind singura modalitate de a-și atinge obiectivul.

În ceea ce privește mobilul, în cazul manipulării pieței de capital acesta este reprezentat de motivația care îl animă pe cel care efectuează tranzacții, transmite ordine sau diseminează informații într-o modalitate nelegală. Mobilul cel mai probabil în aceste situații este reprezentat de lăcomie sau interes material.

De asemenea, pentru întregirea laturii subiective nu este necesară existența unei intenții calificate printr-un anumit scop. Deși scopul faptei de manipulare este reprezentat de obținerea de beneficii materiale, neprefigurarea acestei finalități de către manipulator nu înlătură caracterul penal al faptei.

III. Apărări și excepții de la aplicarea regimului sancționator din materia manipulării pieței de capital

În cadrul apărărilor ce pot fi formulate împotriva acuzațiilor de manipulare a pieței de capital, legea recunoaște în mod expres anumite instituții juridice care conturează un regim juridic derogatoriu de la normele ce incriminează abuzul de piață, cum ar fi activitățile de stabilizare a prețului sau programele de răscumpărare a propriilor acțiuni.

Celelalte apărări ce pot fi opuse acuzațiilor de manipulare se întemeiază pe instituții juridice care presupun existența unei autorizații din partea unui organ competent (market makerul) și activități de tranzacționare care au o motivație legitimă, fiindu-le recunoscut un statut licit.

Cea mai uzitată formă de apărare împotriva unor astfel de acuzații însă rămâne aceea prin care persoana învinuită tinde să demonstreze că faptele sale nu se înscriu în conduita ilicită, că nu este întrunit conținutul constitutiv al faptei de manipulare a pieței de capital.

1. Strategii de tranzacționare permise de normele legale

Aceste strategii pot conține fapte de manipulare a pieței de capital, în condițiile în care sunt executate într-o manieră care transmite semnale false, induce în eroare participanții la piață etc. Deși nu au în sine un caracter manipulativ, ele se pot transforma în astfel de fapte ilicite datorită modului de introducere a ordinelor în sistemul de tranzacționare și de efectuare a tranzacțiilor.

- **Arbitrajul** este recunoscut de Comitetul European al Reglementatorilor drept o activitate de piață care presupune o strategie de tranzacționare care nu poate fi considerată ilicită în sine, prezentând relevanță în stabilirea caracterului legal sau nelegal al acesteia modalitatea de punere în aplicare a sa.

Arbitrajul constă în efectuarea simultană de operațiuni cu instrumente financiare, valute sau mărfuri, de sens contrar, pe două sau mai multe piețe, în vederea obținerii de profit din

diferențele de preț. Operațiunea arbitrajului este cunoscută și sub denumirea de ”profit fără risc”. În principiu, termenul de arbitraj se referă la operațiunile cu instrumente financiare.

➤ **Hedgingul** reprezintă o operațiune de acoperire a riscului, având caracteristici extrem de apropiate cu arbitrajul, care constă în inițierea unor poziții de sensuri diferite asupra aceluiași instrument financiar, fie direct, pe două sau mai multe piețe, fie prin tranzacții asupra unor instrumente derivate care au respectivele titluri drept activ suport.

În mod asemănător cu situația arbitrajului, și în situația hedgingului modalitatea de punere în executare a operațiunilor de acoperire a riscurilor poate avea un caracter manipulativ, cu toate că această operațiune este considerată pe toate piețele lumii drept o activitate licită.

➤ **Vânzările în lipsă** reprezintă vânzarea unor instrumente financiare pe care vânzătorul nu le deține în proprietate la momentul vânzării și pe care le-a împrumutat⁴.

Vânzarea în lipsă este considerată o operațiune licită, având o contribuție importantă la eficiența și menținerea lichidității pieței, însă care este de natură să creeze riscuri semnificative pentru participanții pe piață, în special prin amplificarea unor oportunități de manipulare a pieței. Acest fapt a dus la o reglementare mai ridicată a acestui gen de operațiuni.

2. Practici de piață admise

Instituția practicilor de piață admise reprezintă o relevanță specială în domeniul manipulării pieței de capital, conturarea acestei instituții creând o delimitare între licit și ilicit pe o piață de capital.

Scopul esențial al acestei instituții este acela de a extrage de sub regimul sancționator al Directivei nr. 6/2003 a abuzului de piață acele conduite care pot avea în mod rezonabil o conduită legitimă în anumite circumstanțe. Ar fi excesiv, așadar, să fie pedepsite acele activități de pe piața de capital care sprijină dezvoltarea acesteia, creșterea lichidității, atragerea de noi investitori, dar care printr-o interpretare strictă a textului legal, ar căpăta caracter ilicit.

Practici de piață admise înseamnă așadar, practicile care sunt susceptibile de a fi folosite pe una sau mai multe piețe financiare și care sunt acceptate de autoritatea competentă în conformitate cu orientările adoptate de Comisia Europeană și cu procedura prevăzută de Directiva abuzului de piață⁵.

3. Market makerul

În legislația română, market makerul este definit în Codul BVB ca un participant care se angajează să mențină lichiditatea pieței pentru un instrument financiar tranzacționat în piața reglementată la vedere, utilizând propriul capital, prin introducerea și menținerea de oferte ferme de cumpărare și vânzare în nume propriu, precum și să încheie tranzacții pe baza acestora în perioada de timp în care participantul respectiv deține această calitate.

Scopul pentru care instituția market makerului a fost recunoscută pe piețele de capital a constat în realizarea unei creșteri a eficienței acestor piețe prin crearea unor mecanisme de menținere a unui grad de lichiditate necesar pentru anumite instrumente financiare. Piața acestora ar fi putut fi distorsionată din mai multe cauze, cum ar fi gradul redus de disipare a acțiunilor,

⁴ art. 190 alin. (2) din Regulamentul CNVM nr. 32/2006

⁵ art. 1 alin. (5) din Directiva 2003/6/CE

iar în aceste condiții manipularea pieței ar fi putut interveni prin realizarea unor *corneringuri*, *wash trades* sau *improper match orders*.

IV. În loc de concluzie – analiza unui caz celebru de manipulare: Tulipmania

La sfârșitul secolului al XVI-lea, lalelele au fost introduse în Europa venind din Turcia și au devenit în scurt timp printre cele mai populare flori. Un virus a afectat însă varietatea coloristică, iar cererea pentru anumite tipuri a crescut foarte mult. Cum florarii nu puteau să onoreze comenzile, câțiva întreprinzători au introdus contractele la termen (futures) prin care cumpărau anticipat producția de lalele.

În acel moment, prețul bulbilor a început să crească exponențial. În următorii doi ani, tipul "Gouda", cel mai comun, valora cât salariul săptămânal al unui mic meserias (3 florini); existau soiuri unde un bulb valora cât o casă, iar genul cel mai rar, *Semper Augustus*, se putea cumpăra cu o sumă echivalentă astăzi cu peste 500.000 de dolari. O parte dintre speculatori au realizat că se mersese prea departe și au început să-și mărească profitul. Când prețul de suport care se baza pe lacomie și nu pe valoarea reală a căzut, toată țara s-a prăbușit în depresie economică.

Din punct de vedere al manipulării pieței, creșterea necontrolată a prețului bulbilor de lalea a fost generată de practica numită "pump and dump". Totuși, despre invenția contractelor futures pe bulbi de lalea s-a afirmat că a revoluționat piețele financiare și de mărfuri ale lumii.

Bibliografie

1. C.Bulai, A.Filipas, Ctin.Mitrache, B.N.Bulai, C.Mitrache, Instituții de drept penal-curs selectiv pentru licență, Editura Trei, București, 2008
2. St.D. Cărpănu, C. Predoiu, S.David, Gh. Piperea, Societăți comerciale. Reglementare, doctrină, jurisprudență, Editura All Beck, București, 2002
3. Cristian Dușescu, Legea privind piața de capital, comentariu pe articole, Editura C.H.Beck, București, 2009
4. Cristian Dușescu, Manipularea pieței de capital, Editura C.H.Beck, București, 2008
5. Adrian Tutuianu, Piața de capital. Regimul juridic aplicabil participanților, Ed. Hamangiu, 2007

