

CESR
Comitetul Organismelor Europene de Reglementare a
Valorilor Mobiliare

Ref: CESR/04-505b

Directiva privind Abuzul pe Piață

Nivelul 3 – primul ghid CESR privind implementarea uniformă a
Directivei

Cuprins

I Rezumat

II Practici de piață acceptate (PPA)

III Formatul tabelului pentru evaluarea PPA

IV Manipularea pieței: Tipuri de practici care, în opinia membrilor CESR, constituie manipulare a pieței

V Formatul general și indicații suplimentare pentru notificarea tranzacțiilor suspecte

I. Rezumat

- 1.1. Primul ghid CESR la nivel 3 se axează pe trei probleme de piață care, în opinia membrilor CESR, sunt considerate a fi prioritare. Domeniile prioritare acoperă practicile de piață acceptate în legătură cu manipularea pieței, indicațiile în legătură cu ceea ce membrii CESR consideră a fi manipulare a pieței, precum și indicațiile și un format general de raportare pentru notificarea tranzacțiilor suspecte.
- 1.2. Capitolul 2 prezintă problemele cheie cu care se confruntă membrii CESR atunci când au în vedere regimul practicilor de piață acceptate (PPA) prevăzut în directivă. În capitolul 3, CESR a stabilit un format general pentru analizarea PPA care va facilita obligațiile de consultare care revin membrilor CESR.
- 1.3. Capitolul 4 furnizează indicații pieței privind tipurile de practici care, în opinia membrilor CESR, constituie manipulare a pieței. Acestea sunt descrise în termeni informali și nu intenționează să afecteze interpretarea directivelor și regulamentelor relevante.
- 1.4. Capitolul 5 încheie lucrarea prin prezentarea indicațiilor și a unui format general pentru notificarea tranzacțiilor suspecte. Scopul CESR este să se asigure că obligația de raportare a acestor tranzacții se efectuează de o manieră corespunzătoare și eficace.

II Practici de piață acceptate

- 2.1 În asumarea nivelului de lucru 3, CESR a fost preocupat în mod deosebit de necesitatea concentrării asupra asigurării de operații corecte privind regimul practicilor de piață acceptate (PPA) în legătură cu manipularea pieței. Acest aspect este tratat în această secțiune din lucrare.
- 2.2 Trebuie observat că conceptul de practici de piață acceptate se aplică de asemenea și informațiilor referitoare la derivatele pe mărfuri pe care participanții pieței de derivate pe mărfuri se așteaptă să fie făcute publice. Acest aspect al directivei nu este tratat în această lucrare. Cu toate acestea, CESR confirmă că este preocupat de necesitatea asigurării de operații PPA corecte în acest domeniu și are în vedere revizuirea acestora.

Indicații furnizate de directivă și consultarea la nivel 2

- 2.3 Preambulul 20 din Directiva 2003/6/EC precizează că “o persoană care execută tranzacții sau emite ordine de tranzacționare, care constituie manipulări ale pieței, poate să dovedească faptul că motivele pentru care a executat tranzacția sau a emis ordine de tranzacționare sunt legitime și că tranzacțiile și ordinele de tranzacționare sunt în conformitate cu practicile acceptate pe respectiva piață reglementată”.
- 2.4 În articolul 1(5) din Directiva 2003/6/EC, practicile de piață acceptate sunt definite ca „practici care sunt susceptibile a fi folosite pe una sau mai multe piețe financiare și sunt acceptate de autoritatea competentă în concordanță cu indicațiile formulate de Comisie...”
- 2.5 Aceste indicații au fost prezentate în nivelul 2 care implementează măsurile prevăzute de Directiva 2004/72. În articolul 2 din această directivă, autoritățile competente trebuie să evalueze practica de piață respectivă pe baza unei liste incomplete de factori, înainte de acceptarea ei. Articolul 3 prezintă procesul pe care autoritatea competentă trebuie să îl urmeze, proces care include consultarea și publicarea deciziilor.
- 2.6 Trebuie subliniat faptul că practicile de piață acceptate nu constituie practici sigure similare cu cele prevăzute în art. 7 și 8 din Directivă (care au în vedere acțiunile răscumpărate și stabilizarea prețurilor). Scopul introducerii conceptului *practicilor de piață acceptate* este evitarea penalizării operațiunilor care ar constitui manipulare a pieței, în baza definiției manipulării pieței din art. 1(2) (a) din Directiva 2003/6/EC, în anumite condiții aceste operațiuni putând fi justificate. Pentru a beneficia de această prevedere, suplimentar faptului că tranzacția/ordinul de tranzacționare trebuie să fie în conformitate cu practicile de piață acceptate, persoana care a executat tranzacția sau a emis ordinul de tranzacționare trebuie să dovedească că motivele pentru care a procedat astfel sunt legitime. În absența unui scop legitim, practica de piață acceptată nu este valabilă.

Probleme operationale ridicate de cadrul legal

2.7 Cadrul legal aplicabil practicilor de piață implică un număr de probleme de tip operațional care necesită rezolvarea din partea CESR și a membrilor săi.

Procesul, consultarea și publicarea

2.8 Decizia prin care un proces constituie PPA este stabilită la nivel național. În consecință, PPA sunt responsabilitatea fiecărui membru CESR și astfel o practică pe care o autoritate competentă o consideră PPA poate să nu fie considerată astfel de către altă autoritate competentă. Cu toate acestea, fiecare membru are obligația consultării, atât la nivel național, cât și cu celelalte autorități competente, precum și cea a publicării oricăror practici de piață acceptate. De asemenea, CESR are obligația publicării PPA pe website-ul său. Acestea vor fi publicate în format standard CESR și vor avea link-uri către textele naționale.

2.9 Pentru facilitarea implementării directivei, membrii CESR au schimbat puncte de vedere cu privire la PPA, în timpul întocmirii acestei lucrări. S-a decis ca PPA care sunt în prezent luate în considerare sau au fost agreeate să nu fie publicate ca anexă la această lucrare. În schimb, o dată ce au fost recunoscute și au făcut subiectul procesului obligatoriu de consultare națională și europeană, PPA vor fi publicate pe website-ul CESR. Aceasta înseamnă că vor putea fi actualizate cu alte informații, ceea ce n-ar fi posibil în cazul în care ar fi publicate ca anexe statice. În viitor, membrii CESR prin CESR-Pol vor schimba opinii în legătură cu PPA existente și emergente pentru asigurarea menținerii integrității pieței europene.

Practici de piață versus activități

2.10 CESR a realizat în mod consecvent distincția dintre practicile și activitățile desfășurate pe piețele financiare. Măsurile implementate la nivelul 2 s-au bazat pe opinia CESR transmisă Comisiei în august 2003 (CESR/03-212c). În paragraful 5 al acelei opinii CESR precizează că ‘activitățile’ ”vor acoperi diferite tipuri de operații sau strategii care pot fi efectuate precum arbitraj, hedging sau vânzarea în lipsă. Pe de altă parte, ‘practicile’ de piață vor acoperi modul în care aceste activități sunt abordate și executate în piață”.

2.11 În opinia membrilor CESR, ‘activitățile’ sunt considerate prea extinse pentru a le califica practici de piață acceptate. O ‘activitate’ precum vânzarea în lipsă sau hedging-ul poate fi efectuată în diferite moduri. Dacă activitatea este desfășurată într-un mod care nu constituie manipulare a pieței, atunci nu apare problema acordării statutului de practică de piață acceptată. Pe de altă parte, dacă o ‘activitate’ este desfășurată într-un mod care ar putea constitui manipulare a pieței, este puțin probabil ca o autoritate competentă să fie pregătită să o accepte ca o practică de piață acceptată. Deci, acordarea statutului de practică de piață acceptată generală nu ar fi nici semnificativă, nici dezirabilă.

2.12 Membrii CESR au luat de asemenea în considerare problema dacă anumite practici mai speciale, precum tranzacțiile cross/pre-aranjate, ar trebui considerate practici de piață acceptate, în condițiile în care aceste practici ar trebui efectuate conform regulilor pieței reglementate relevante aplicabile modului lor de executare. Cu toate acestea, membrii CESR au ajuns la concluzia că, în majoritatea cazurilor considerate, executarea practicilor în conformitate cu regulile pieței reglementate relevante ar fi suficientă pentru promovarea integrității pieței și, astfel, nu se ridică problema acordării statutului de practică de piață acceptată.

Formatul general pentru evaluarea PPA

2.13 Membrii CESR au întocmit un format general pentru evaluarea PPA. Acesta este stabilit în concordanță cu Directiva 2004/72 și este destinat facilitării procesului de consultare și publicare. Formatul este prezentat în Secțiunea III a acestui ghid.

III Formatul tabelului pentru evaluarea PPA

Descrierea PPA naționale:

Motivele pentru care practica constituie manipulare

[referire la art. 1(2) din Directiva 2003/6]

Lista de factori

Directiva 2004/72/EC Art.2

Lista neexhaustivă de factori ce va fi luată în considerare de autoritățile competente atunci când evaluează dacă anumite practici se desfășoară pe o piață reglementată sau pe piața OTC:

- gradul de transparență al practicii de piață în cauză raportat la întreaga piață (art 2(1)(a))

Transparența practicilor de piață ale participanților reprezintă un criteriu fundamental pe care autoritățile competente trebuie să îl ia în considerare pentru a determina în ce măsură este acceptabilă o practică dată. Cu cât practica este mai puțin transparentă, cu atât mai mici sunt șansele ca aceasta să fie acceptată. Totuși, din motive structurale, este posibil ca anumite practici observate pe piețele nereglementate să fie mai puțin transparente decât unele practici similare de pe piețele reglementate. Aceasta nu înseamnă că autoritățile competente trebuie să le considere din oficiu inacceptabile. (preambul 2)

Concluzia organismului reglementator:

- necesitatea de salvagardare a interacțiunii libere a forțelor de pe piață și interacțiunea adecvată dintre cerere și ofertă.(art 2(1) (b))

Practicile de piață care ar împiedica interacțiunea dintre cerere și ofertă prin limitarea posibilităților de reacție ale celorlalți participanți la aceste operațiuni ar putea conduce la riscuri mai mari pentru integritatea pieței și, prin urmare, este puțin probabil ca autoritățile competente să le accepte. (preambul1)

Concluzia organismului reglementator:

- intensitatea impactului practicii de piață în cauză asupra lichidității și eficienței pieței.(art 2(1) (c))

Practicile care cresc lichiditatea și eficiența sunt mai degrabă acceptate decât cele care le diminuează. (Preambul 1)

Concluzia organismului reglementator:

- măsura în care practica în cauză ține seama de mecanismele de tranzacționare ale pieței relevante și permite participanților pe această piață să reacționeze în mod rapid și adecvat la noua situație de piață creată de respectiva practică.(art 2(1) (d))

Concluzia organismului reglementator:

- riscul pe care îl presupune practica respectivă pentru integritatea piețelor implicate în mod direct sau indirect și pe care se tranzacționează același instrument financiar la nivel comunitar, indiferent dacă piețele respective sunt reglementate sau nu. (art 2(1) (e))

Practicile de piață proprii unei piețe date nu trebuie să compromită integritatea altor piețe ale Uniunii Europene cu care ar avea legături directe sau indirecte, indiferent dacă piețele respective sunt reglementate sau nu. Prin urmare, cu cât riscul de a prejudicia integritatea unei astfel de piețe legate de Uniune ar fi mai mare, cu atât ar fi mai mică posibilitatea ca autoritățile competente să accepte astfel de practici. (Preambul 3)

Concluzia organismului reglementator:

- concluziile oricărei anchete privind practica de piață în cauză, realizată de orice autoritate competentă sau de către altă autoritate menționată la articolul 12 alineatul (1) din Directiva 2003/6/CE, în special în cazul în care practica în cauză nu respectă regulile sau reglementările privind abuzul pe piață sau codul de conduită, indiferent

dacă este vorba de piața în cauză sau de piețe direct sau indirect afiliate în cadrul Comunității.(art 2(1)(f))

Concluzia organismului reglementator:

- caracteristicile structurale ale pieței relevante, incluzând caracterul său reglementat sau nu, tipurile de instrumente financiare tranzacționate și tipurile de participanți la această piață, inclusiv gradul de participare al investitorilor retail. (art 2(1)(g))

Concluzia organismului reglementator:

Principii fundamentale

Principiile fundamentale ce vor fi observate de către autoritățile competente pentru a se asigura că practicile de piață acceptate nu subminează integritatea pieței și că sunt promovate inovația și dezvoltarea dinamică continuă a piețelor financiare:

- Practicile de piață noi sau emergente nu ar trebui considerate inacceptabile de către autoritatea competentă doar din simplul motiv că nu au mai fost acceptate anterior de către aceasta;
- Corectitudinea și eficiența participanților pieței este obligatorie pentru a nu aduce prejudiciu activității normale a pieței și integrității acesteia;
- Autoritățile competente ar trebui să analizeze, înaintea aplicării practicii de piață relevante, impactul practicii de piață în cauză pe baza principalilor parametri de piață, ca de exemplu prețul mediu ponderat al unei singure sesiuni, prețul de închidere zilnic, condiții de piață specifice.

Elemente de condiționare

În această secțiune finală, ar trebui comentate orice condiții referitoare la motivele legitime și buna execuție.

IV. Tipuri de practici care, în opinia membrilor CESR, constituie manipulare a pieței

Introducere

4.1. Activitatea în acest context este menită să ofere autorităților competente și participanților la piață exemple de forme de manipulare a pieței ce au avut loc în ultimii ani și care, în opinia membrilor CESR, încalcă prevederile privind manipularea pieței conținute în Directiva privind abuzul de piață. Ghidurile și exemplele care le însoțesc au menirea de a contribui la dezvoltarea unor formule de apreciere uniforme cu privire la ce anume constituie manipularea pieței.

4.2. Ghidurile și exemplele pot de asemenea facilita identificarea unor variabile relevante (diagnostice sau semnale ale manipulării de piață) care să poată fi monitorizate de către autoritățile competente și de către participanții la piață în contextul sferei lor de activități pentru a depista sau evita implicarea în manipularea pieței. Exemplele pot fi de asemenea utile și participanților relevanți pe piață pentru a putea îndeplini cerințele privind raportarea tranzacțiilor suspecte către autorități.

4.3 Manipularea pieței poate fi de cele mai multe ori evitată prin implementarea de măsuri adecvate privind microstructura pieței prin intermediul unor reguli explicite care să interzică anumite comportamente sau a unor măsuri preventive implementate de către participanții pe piață. Ca urmare, o serie de practici considerate neacceptabile în ghidul și exemplele ce urmează nu pot fi aplicate în cazul tuturor piețelor europene și, prin urmare, nu trebuie considerate universal aplicabile.

Important

4.4 Exemplele de practici prezentate în acest material sunt descrise în mod deliberat în limbaj non-juridic și, de asemenea, este subliniat faptul că aspectele prezentate nu trebuie să afecteze în nici un fel interpretarea directivelor și regulamentelor privind abuzul pe piață

Definirea manipulării pe piață în directivă

4.5 Conform Directivei privind abuzul pe piață manipularea pieței înseamnă:

a. tranzacții sau ordine de tranzacționare:

- care dau sau ar putea da semnale false sau care induc în eroare în legătură cu cererea, oferta sau prețul instrumentelor financiare [“tranzacții false sau înșelătoare”]; sau

- care mențin, prin acțiunea uneia sau a mai multor persoane acționând împreună, prețul unuia sau al mai multor instrumente financiare, la un nivel anormal ori artificial [“manipularea prețului”];

b. tranzacții sau ordine de tranzacționare care presupun procedee fictive sau orice altă formă de înșelăciune [“procedee fictive”];

c. diseminarea de informații prin mass-media, inclusiv internet sau prin orice altă modalitate, care dau sau ar putea 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 [“informații false sau înșelătoare”].

4.6 De menționat faptul că prezumția de practică de piață acceptată poate fi invocată doar în legătură cu primele două categorii (“tranzacții false sau înșelătoare” și “manipularea prețului”). Această prezumție nu se poate acorda în legătură cu celelalte categorii.

4.7 Directiva oferă trei cazuri particulare de manipulare a pieței:

i. faptul că una sau mai multe persoane acționează în mod concertat pentru a-și asigura o poziție dominantă asupra ofertei sau cererii unui instrument financiar, având drept efect stabilirea directă sau indirectă a prețului de cumpărare sau de vânzare sau crearea de alte condiții de tranzacționare inechitabile,

ii. faptul de a cumpăra sau de a vinde instrumente financiare în momentul închiderii pieței pentru a induce în eroare pe investitorii care acționează pe baza cursului la închidere,

iii. faptul de a beneficia de accesul ocazional sau regulat la mijloacele de comunicare în masă tradiționale sau electronice prin emiterea unei opinii asupra unui instrument financiar (sau indirect asupra emitentului acestuia) după ce s-a adoptat o poziție asupra acestui instrument și de a profita 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.

Indicii posibile ale manipulării pieței

4.8 Articolul 4 al Directivei 2003/124/EC stabilește, fără a se limita la acestea, următoarele indicii ale unor tranzacții false sau care implică manipulare a prețului, dar care nu constituie în mod necesar cazuri de manipulare a pieței.

a. măsura în care ordinele emise sau operațiunile efectuate reprezintă o proporție importantă din volumul zilnic de operații realizate pe piața reglementată a instrumentului financiar în cauză, în special în cazul în care aceste activități conduc la o variație sensibilă a cursului acestui instrument;

b. măsura în care ordinele emise sau operațiunile efectuate de persoanele care au o poziție de vânzător sau cumpărător importantă pentru un instrument financiar conduc la o variație sensibilă a cursului acestui instrument sau a instrumentului asociat sau derivat corespunzător, admis la negociere pe o piață reglementată;

c. dacă operațiunile efectuate nu determină schimbarea proprietarului beneficiar al unui instrument financiar admis la tranzacționare pe o piață reglementată;

d. măsura în care ordinele emise sau operațiunile efectuate se traduc prin răsturnări de poziție pe termen scurt și reprezintă o proporție importantă din volumul zilnic de operații realizate pe piața reglementată a instrumentului financiar în cauză și ar putea fi asociate cu variații sensibile ale cursului unui instrument financiar admis la tranzacționare pe o piață reglementată;

e. măsura în care ordinele emise sau operațiunile efectuate sunt concentrate într-o perioadă scurtă de timp pe durata ședinței de negociere și determină o variație de curs care este apoi inversată;

f. măsura în care ordinele emise modifică cele mai bune prețuri afișate la oferta și cererea unui instrument financiar admis la tranzacționare pe o piață reglementată sau în general prezentarea unui carnet de ordine la care au acces participanții la piață, și sunt anulate înainte de executare;

g. măsura în care ordinele sunt emise sau operațiunile efectuate la sau în jurul momentului calculării cursurilor de referință, al cursurilor de compensare și al evaluărilor și duc la variații ale cursurilor afectând atât cursurile, cât și evaluările.

4.9 Articolul 5 al aceleiași directive stabilește, fără a se limita la acestea, următoarele indicii ale unor tranzacții implicând procedee fictive:

a. dacă ordinele emise sau operațiunile efectuate de persoane sunt precedate sau urmate de difuzarea de informații false sau înșelătoare de către aceleași persoane sau altele cu care sunt în legătură;

b. dacă ordinele sunt emise sau operațiunile efectuate de persoane înainte ca acestea sau alte persoane cu care sunt în legătură să efectueze sau să difuzeze cercetări privind strategii de investiții sau recomandări de investiție care sunt false sau în mod evident influențate de un interes semnificativ.

Trebuie precizat din nou faptul că aceste indicii nu constituie în mod necesar cazuri de manipulare a pieței.

Exemple de practici care constituie manipularea pieței

4.10 Următorul ghid oferă exemple de practici care, în opinia membrilor CESR, contravin interdicției privind manipularea pieței conform definiției din directivă, deși se poate accepta faptul că, în anumite cazuri, practicile pot avea scopuri legitime. Exemplele sunt clasificate în conformitate cu situațiile de manipulare a pieței definite de către Directiva la care fac referire. Totuși, trebuie avut în vedere faptul că o practică poate fi inclusă în mai multe categorii, în funcție de modul în care e folosită.

Tranzacții false sau care induc în eroare

- a) “Wash trades”. Efectuarea de tranzacții ce vizează achiziționarea sau vânzarea unui instrument financiar în condițiile în care nu survin modificări relativ la beneficiar sau riscul de piață ori tranzacții în care transferul riscului sau al beneficiului se realizează între părți care acționează concertat în mod deschis sau pe ascuns;
- b) “Painting the tape”. Inițierea de acțiuni prin care se realizează tranzacții vizibile 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;
- c) “Ordine puse necorespunzător în corespondență”. 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, cu excepția cazului în care respectivele tranzacții sunt derulate în conformitate cu regulile sistemului de tranzacționare (tranzacțiile cross);
- d) “Plasarea ordinelor fără intenția de execuție a acestora”. Introducerea de ordine de tranzacționare de valoare mai mare sau mai mică față de cele anterioare cu intenția de crea o impresie falsă în ceea ce privește cererea sau oferta pentru un anumit instrument financiar, urmată de retragerea lor înainte de executare;

4.12 Manipularea prețului

- a) Marcarea la închidere. Această practică implică achiziționarea sau vânzarea deliberată a unor valori mobiliare sau instrumente financiare derivate la închiderea pieței pentru a distorsiona prețul de închidere. Această practică poate avea loc în oricare zi de tranzacționare, dar este în special asociat cu anumite date cum ar fi date de expirare ale contractelor derivate, date de referință privind portofoliile trimestriale/anuale sau indici de referință/evaluare;
- b) Acțiuni concertate în perioada ulterioară unei Oferte Publice Inițiale. Un grup de persoane acționează în mod concertat ulterior unei emisiuni primare de acțiuni și începerii tranzacționării acestora cu scopul de a duce la creșterea artificială a prețului

respectivelor acțiuni moment în care respectivele persoane procedează la vânzarea acțiunilor;

c) Abusive squeeze. Una sau mai multe persoane exploatează poziția dominantă pe care o dețin în legătură cu oferta, cererea sau mecanismele de livrare pentru un anumit instrument financiar și/sau activul suport al unui instrument derivat cu scopul de a distorsiona prețul la care alte părți trebuie să livreze, să primească sau să amâne livrarea respectivului instrument în scopul satisfacerii avantajose a propriilor angajamente (Trebuie menționat faptul că interacțiunea corectă a cererii cu oferta poate conduce la “aglomerarea” pieței, dar acest lucru nu trebuie considerat în sine ca reprezentând manipulare a pieței. De asemenea, nici deținerea unei poziții dominante relativ la oferta, cererea sau mecanismele de livrare pentru un produs/investiție nu trebuie considerată în sine ca reprezentând manipulare a pieței);

d) Crearea unui plafon minim în ceea ce privește prețul. Un emitent sau o entitate care controlează un emitent efectuează tranzacții sau înregistrează ordine de tranzacționare cu scopul de menține prețul unei acțiuni peste un anumit prag și a evita astfel eventuale consecințe negative pentru respectivele acțiuni sau rating-ul de credit; fac excepție tranzacțiile legale de tipul „buy-back” sau cele vizând stabilizarea prețului;

e) Un ecart cerere-ofertă excesiv. Un intermediar care deține o poziție dominantă pe o piață acționează astfel încât să modifice diferența dintre prețul de vânzare și cel de cumpărare sau să mențină această diferență la un nivel artificial diferit de valoarea sa reală, făcând abuz de poziția sa pe piață sau de lipsa competitorilor;

f) Tranzacționarea pe o anumită piață pentru a influența în mod nepotrivit prețul unui instrument financiar de pe altă piață. Efectuarea de tranzacții pe o piață cu un anumit instrument financiar cu scopul de a influența tranzacționarea aceluiași instrument, sau a unuia legat de acesta, pe o altă piață. De exemplu, tranzacționarea unei acțiuni în scopul manipulării prețului unui instrument financiar derivat de pe altă piață sau tranzacționarea unui activ suport în scopul influențării prețului contractului derivat. (Tranzacțiile efectuate pentru a beneficia de diferența de preț între instrumente financiare sau active suport tranzacționate în locații diferite nu constituie manipulare.)

4.13 Tranzacții implicând procedee fictive

a) Ascunderea identității. Inițierea unor tranzacții menite să ascundă identitatea deținătorului unui anumit instrument financiar prin deținerea acestuia în numele unei persoane cu care acesta are legături nedevăluite conform cu reglementările respectivei piețe. Dezvăluirile pot fi înșelătoare în legătură cu adevărata deținere a activului suport al unui instrument. (Această practică nu acoperă cazurile în care există motive întemeiate pentru ca o parte să dețină instrumente financiare în numele altei părți decât deținătorul beneficiilor. Nu orice situație în care nu sunt făcute dezvăluirile necesare este una de manipulare a pieței.)

- b) Diseminarea, prin media, de informații referitoare la piață false sau care induc în eroare. Diseminarea prin intermediul mass-media de informații false sau care induc în eroare cu intenția de a modifica prețul unui instrument financiar sau al unui activ suport al unui instrument financiar astfel încât persoana care a inițiat diseminarea să beneficieze de pe urma acestei modificări.
- c) “Pump and dump”. Acțiunea prin care un investitor adoptă o poziție long pe o anumită valoare mobilă urmată de o nouă acțiune de cumpărare și/sau diseminare de informații care induc în eroare în legătură cu respectiva acțiune cu scopul de a ridica prețul acesteia. Alți participanți pe piață sunt atrași de efectul asupra prețului și cumpără respectiva acțiune. Manipulatorul vinde ulterior deținerile la un preț ridicat.
- d) “Trash and cash”. Reprezintă opusul practicii de la punctul c). Un investitor adoptă o poziție short pe o anumită valoare mobilă urmată de o nouă acțiune de vânzare și/sau diseminare de informații care induc în eroare în legătură cu respectiva acțiune cu scopul de a micșora prețul acesteia. Manipulatorul își închide ulterior poziția la un preț scăzut.
- e) Deschiderea unei poziții urmată de închiderea acesteia după ce a fost făcută publică. Această practică este urmată de obicei de către un administrator de portofoliu sau un investitor important, ale căror decizii de investire sunt privite de către ceilalți participanți ca și semnale relevante privind evoluția viitoare a prețului. Acțiunea incorectă se referă la închiderea pe o anumită piață a unei poziții imediat ce aceasta este făcută publică, după ce anterior crease impresia unei dețineri de lungă durată, cu excepția cazurilor în care poziția este făcută publică în conformitate cu reglementările legale aplicabile.

4.14 Diseminarea de informații false sau care induc în eroare

Această practică de manipulare implică diseminarea de informații false sau care induc în eroare chiar dacă nu a fost efectuată nici o tranzacție ulterior. De exemplu, crearea unei impresii false prin ascunderea unei informații ce poate influența prețul, informație care ar fi trebuit dezvăluită. Un emitent care deține o informație catalogată în directivă ca și *informație privilegiată* având ca rezultat crearea unei impresii publice false.

- a) Diseminarea prin intermediul mass-media de informații false sau care induc în eroare. Acțiunea de a posta informații într-un buletin on-line sau de a emite un comunicat de presă conținând informații false sau înșelătoare cu privire la o anumită companie ale cărei acțiuni sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată. Persoana care desemnează informațiile cunoaște faptul că acestea sunt false sau înșelătoare și face acest lucru pentru a crea o impresie falsă sau înșelătoare. Diseminarea unor asemenea informații prin intermediul unui canal recunoscut de diseminare de informații către utilizatori reprezintă o

practică ce poate avea serioase efecte negative deoarece este important ca participanții la piață să se poată baza pe informații diseminate prin intermediul unor asemenea canale oficiale.

- b) Orice activitate menită a disemina informații false/înșelătoare. Acest tip de manipulare a pieței se referă la orice comportament menit a crea o impresie falsă sau înșelătoare prin intermediul altor mijloace decât media. De exemplu, deplasarea unor cantități de marfă pentru a crea o impresie falsă cu privire la cererea/oferta în legătură cu această marfă sau în legătură cu activul suport al unui instrument financiar.

V. Posibile semnale cu privire la tranzacții care ar putea implica utilizarea abuzivă a informațiilor privilegiate sau manipularea pieței

Introducere

5.1 Articolul 6.9 din Directiva 2003/6/CE impune ca “orice persoană care efectuează tranzacții cu instrumente financiare cu titlu profesional să anunțe fără întârziere autoritatea competentă în cazul în care persoana în cauză are motive să creadă că o tranzacție poate constitui utilizare abuzivă a informațiilor confidențiale sau manipulare a pieței“. Directiva și măsurile de implementare aferente nu au în vedere pașii pe care persoanele care fac obiectul acestei cerințe, trebuie să îi urmeze pentru a identifica astfel de tranzacții. Persoanele care fac obiectul acestei cerințe trebuie să se asigure în mod clar că respectă această obligație. Cu toate acestea, CESR nu își propune în acest ghid inițial să recomande modul în care această obligație trebuie îndeplinită, cu excepția formatului pentru notificarea tranzacțiilor suspecte.

5.2 Această secțiune este menită să furnizeze persoanelor care fac obiectul obligației de notificare, linii directe referitoare la indicații în legătură cu tranzacții care pot presupune utilizarea abuzivă a informațiilor confidențiale sau manipularea pieței. Până la intrarea în vigoare a Directivei privind abuzul pe piață, niciun Stat Membru nu a acționat în cadrul unui regim obligatoriu de notificare a tranzacțiilor suspecte privind abuzul pe piață. Cu toate acestea, în anumite jurisdicții, participanții la piață au alertat deja în mod voluntar autoritățile în legătură cu situațiile pe care ei le consideră suspecte sau anormale în acest context. Următorul ghid se inspiră din aceste cazuri precum și din opinia membrilor CESR în legătură cu ceea ce ar putea constitui semnale ale tranzacției suspecte. În anexă la acest ghid este prezentat un format de raportare standard care ar trebui utilizat de instituții pentru notificarea autorităților competente relevante în legătură cu tranzacțiile suspecte.

Obligația de notificare a tranzacțiilor suspecte

5.3 Trebuie menționat faptul că modalitatea de notificare prescrisă de directivă solicită ca o persoană ce are asemenea obligații să decidă de la caz la caz dacă există motive

serioase pentru a avea suspiciuni în legătură cu o anumită tranzacție. Îndiciile oferite mai jos nu sunt, prin urmare, nici atotcuprinzătoare (o tranzacție poate fi suspectă chiar dacă nu se încadrează în nici o situație prezentată), nici determinante (o tranzacție nu este neapărat suspectă dacă se încadrează într-o categorie prezentată). Indiciile oferite reprezintă, prin urmare, doar puncte de plecare, iar societățile trebuie să evalueze singure situațiile apărute înainte de a decide dacă este cazul sau nu să raporteze.

5.4 Membrii CESR sunt de acord asupra faptului că notificări pro-forma către autorități pentru toate tranzacțiile efectuate prin intermediul unei instituții nu sunt conforme cu prevederile regimului de notificare. Asemenea notificări nu ar beneficia de regimul de protecție oferit de articolul 11.3 din Directiva 2004/72/EC împotriva încălcării restricțiilor privind obligațiile de dezvăluire sau a altor obligații apărute în urma dezvăluirii. Membri CESR consideră că asemenea notificări pro-forma nu ar fi făcute de bună credință. De asemenea, o atare practică nu ar fi conformă cu cerința evaluării suspiciunii caz cu caz. Membrii CESR sunt interesați de calitatea și nu de cantitatea raportării și vor urmări cazurile în care firmele notifică tranzacțiile fără să evalueze în mod serios dacă acestea sunt susceptibile să fie considerate suspecte.

Indicații conținute în directiva

5.5 Directiva 2003/6/EC precum și directivele de implementare stabilesc ce anume reprezintă informație privilegiată și manipularea pieței. Acestor prevederi li se adaugă ghidul CESR referitor la practici care constituie manipulare a pieței.

5.6 Punctul 9 din preambulul directivei prevede că

“Notificarea către autoritățile competente a operațiunilor suspecte efectuate de persoane care operează cu instrumente financiare cu titlu profesional trebuie însoțită de indicații suficiente de concludente privind existența unui risc de abuz pe piață, respectiv a unor motive serioase care determină suspiciunea că operațiunile respective ar putea constitui o utilizare abuzivă a informațiilor confidențiale sau o manipulare a pieței. Anumite operațiuni luate ca atare pot părea total lipsite de orice caracter suspect, dar raportate la alte operațiuni, la un anumit comportament sau la alte informații pot furniza indicații privind posibilitatea unui abuz pe piață. “

Firmele de investiții și instituțiile de credit trebuie, prin urmare, nu doar să notifice tranzacții pe care le consideră suspecte la momentul efectuării acesteia, ci, de asemenea, orice tranzacție care, în lumina unor evenimente/informații ulterioare (de exemplu publicarea rezultatelor financiare, atenționări cu privire la profit sau anunțuri privind oferte publice de preluare în legătură cu respectiva acțiune), apar ca fiind suspecte private în retrospectivă apar ca fiind suspecte. Totuși, acest lucru nu înseamnă faptul că firmele de investiții și instituțiile de credit sunt nevoite să revadă retroactiv tranzacțiile imediat înaintea unui asemenea eveniment.

Indicii privind posibile tranzacții suspecte

5.7 Se cuvine făcută din nou precizarea că aceste exemple reprezintă un punct de plecare pentru a considera dacă o tranzacție este suspectă și nu sunt nici determinative sau atotcuprinzătoare. Mai mult, este necesară o evaluare rațională a situațiilor decât o interpretare în litera normei. De asemenea, existența unor indicii nu implică neapărat faptul că tranzacția trebuie considerată suspectă.

5.8 Posibile semnale ale folosirii unor informații privilegiate sau manipulare a pieței

- a) o concentrare neobișnuită de tranzacții privitoare la o valoare mobilă (de exemplu legată de unul sau mai mulți investitori instituționali cunoscuți ca fiind afiliați ai emitentului sau o persoană cu un anumit interes relativ la emitent, cum ar fi un ofertant sau un potențial ofertant) ;
- b) Repetarea neobișnuită a unei tranzacții în cadrul unui grup restrâns de clienți de-a lungul unei anumite perioade de timp ;
- c) Concentrări neobișnuite de tranzacții și/sau ordine în relație cu un singur client, cu diferitele conturi de valori mobiliare ale unui client sau cu un număr restrâns de clienți (mai ales dacă respectivii clienți sunt legați între ei).

5.9 Posibile semnale ale folosirii unor informații privilegiate

- a) Execuția unei tranzacții semnificative la scurt timp după ce un client deschide un cont sau, în cazul unui client ce efectuează tranzacții de valori mari, ordine foarte mari sau neobișnuite referitoare la o anumită valoare mobilă – mai ales dacă clientul insistă ca ordinul să fie executat de urgență sau până la o anumită scadență specificată de acesta ;
- b) O tranzacție sau un comportament investițional al clientului neobișnuit în comparație cu activitatea precedentă (de exemplu în ceea ce privește tipul de valoare mobilă, suma investită, mărimea ordinului, durata deținerii, etc) ;
- c) Solicitarea venită din partea unui client de execuție imediată a unui ordin indiferent de prețul la care acest ordin va fi executat (acest lucru sugerează existența a ceva mai mult decât înaintarea unui ordin de către client) ;
- d) Existența unor tranzacții semnificative din partea acționarilor sau a altor persoane implicate în perioada imediat dinaintea anunțului unui eveniment important în activitatea societății;
- e) Tranzacționarea neobișnuită a acțiunilor unei companii în perioada imediat anterioară publicării unei informații care poate influența prețul acțiunilor unei companii; tranzacții care au ca rezultat modificări bruște și neobișnuite în ceea ce privește volumul ordinelor

și prețul acțiunilor în perioada imediat anterioară unui anunț public privind respectiva valoare mobilă;

- f) Efectuarea de tranzacții în contul propriu al angajaților și ordine legate de acestea petrecute imediat înaintea unor tranzacții ale clienților și ale ordinelor legate de acestea referitoare la același instrument financiar.

5.10 *Posibile semnale de manipulare a pieței*

a) Efectuarea de tranzacții care nu au altă justificare aparentă decât aceea de a crește/micșora prețul sau de a crește volumul de tranzacționare al unui instrument financiar. O atenție specială va fi acordată ordinelor de acest fel care conduc la executarea unei tranzacții în apropierea unui punct de referință din timpul zilei de tranzacționare – de exemplu în apropierea închiderii;

b) Transmiterea de ordine care, dată fiind mărimea acestora relativ la piața acelui instrument financiar, vor avea un impact semnificativ asupra cererii, ofertei, prețului sau valorii acelui instrument financiar;

c) Efectuarea de tranzacții care aparent au scopul de a crește prețul unui instrument financiar în perioada imediat premergătoare emisiunii unui instrument derivat asociat acestuia sau a unei conversii a respectivului instrument financiar;

d) Efectuarea de tranzacții care aparent au scopul de a menține prețul unui instrument financiar în perioada imediat premergătoare emisiunii unui instrument derivat asociat acestuia sau a unei conversii a respectivului instrument financiar, în condițiile în care prețul are o tendință de scădere;

e) Efectuarea de tranzacții care aparent au scopul de a modifica evaluarea făcută unei poziții (de cumpărare sau vânzare) în condițiile în care valoarea acelei poziții rămâne constantă;

f) Efectuarea de tranzacții care aparent au scopul de a crește/micșora prețul mediu ponderat zilnic sau al unei perioadei din cadrul sesiunii de tranzacționare;

g) Efectuarea de tranzacții care aparent au scopul de a stabili un preț de piață în condițiile în care lichiditatea pentru un instrument financiar nu este suficientă pentru a stabili un preț în cadrul sesiunii de tranzacționare (cu excepția cazului în care reglementările respectivei piețe permit în mod explicit acest tip de tranzacții);

h) Efectuarea de tranzacții care aparent au scopul de a ocoli parametrii de siguranță ai pieței (de exemplu limitele volumului de tranzacționare, parametrii cerere/ofertă, etc) ;

- i) Situația în care o tranzacție este executată prin schimbarea prețului de cerere/ofertă înregistrat în sistemul de tranzacționare dacă această schimbare influențează prețul respectivei tranzacții;
- j) Introducerea de ordine semnificative în registrul de tranzacționare cu câteva minute înaintea momentului determinării prețului licitației urmată de anularea acestora cu câteva secunde înaintea momentului închiderii registrului astfel încât prețul teoretic de deschidere apare mai ridicat sau mai scăzut decât ar trebui;
- k) Efectuarea de tranzacții care aparent au scopul de a menține prețul unui instrument financiar la un nivel inferior față de prețul de exercițiu al unui instrument derivat referitor la acel instrument financiar la data scadenței;
- l) Efectuarea de tranzacții care aparent au scopul de a modifica prețul unui instrument financiar astfel încât să depășească prețul de exercițiu al unui instrument derivat referitor la acel instrument financiar la data scadenței;
- l) Efectuarea de tranzacții care aparent au scopul de a modifica prețul de închidere al unui instrument financiar atunci când acest preț este folosit ca referință pentru determinarea marjelor.

Metode de raportare a tranzacțiilor suspecte

5.11 Articolul 9 (2) din Directiva CE 2004/72/EC prevede că, acolo unde informația ce urmează a fi notificată

“nu este disponibilă în momentul notificării, trebuie menționate cel puțin motivele pentru care persoanele care efectuează notificarea suspectează operațiunile de a constitui o utilizare abuzivă a informațiilor privilegiate sau o manipulare a pieței. Celelalte informații se comunică autorității competente din momentul în care devin disponibile.”

Articolul 10 din aceeași directivă prevede că

“trimiterea notificării la autoritatea competentă se poate face sub formă de scrisoare, mesaj electronic, fax sau telefon, cu rezerva ca în acest ultim caz, la cererea autorității competente, să se dea o confirmare scrisă.”

Persoanele care efectuează raportări privind tranzacțiile suspecte nu trebuie să dețină neapărat toate informațiile necesare atunci când contactează autoritatea competentă. Dacă situația este una care, potrivit persoanei subiect al obligației de raportare, trebuie să fie adusă de îndată la cunoștința autorității competente, atunci CESR sugerează ca primul contact să fie făcut cât mai repede posibil. Acest lucru poate fi făcut telefonic dacă este posibil, oferindu-se principalele aspecte și motive de suspiciune. Alte informații pot fi oferite ulterior.

Modalitatea de notificare a tranzacțiilor suspecte

5.12 CESR consideră că poate asista persoanele subiect al obligațiilor de raportare a tranzacțiilor suspecte prin pregătirea unui standard de raportare. Ca urmare CESR a întocmit următorul format, prezentat mai jos.

Descrierea tranzacției/tranzacțiilor <i>Includeți detalii privind instrumentul financiar, inclusiv codul ISIN al instrumentului; piața relevantă; data/ora de introducere a ordinului, prețul și mărimea acestuia; momentul și dimensiunea tranzacțiilor; tipul și alte caracteristici ale ordinului, etc</i>
Motivele pentru care există suspiciuni că respectiva tranzacție ar constitui un abuz pe piață/situație ce implică folosirea unor informații privilegiate
Identitatea persoanelor care au efectuat respectiva tranzacție <i>Nume, adresă, nr. telefon, data nașterii, nr. cont, codul de identificare folosit de firmă pentru a identifica clientul, etc</i>
Identitatea oricăror alte persoane implicate în respectiva tranzacție <i>Nume, adresă, nr. telefon, locație, data nașterii, relația cu persoanele ce au efectuat respectiva tranzacție, poziția ocupată, rolul jucat, etc</i>
Calitatea în care acționează persoana ce a efectuat tranzacțiile <i>e.g. broker, subscriitor, agent</i>
Orice altă informație considerată semnificativă (rugăm menționați materialele atașate dacă e cazul)
Detalii privind persoana care efectuează notificarea <i>Denumirea/numele persoanei, poziția în cadrul firmei, detalii de contact, etc</i>
Semnat(persoana care a efectuat notificarea)
Data(data efectuării notificării)