

CESR

Comitetul European al Reglementatorilor de Valori Mobiliare

Ref: CESR/06-562b

Directiva privind Abuzul pe Piață

**Nivelul 3 – al doilea ghid CESR privind implementarea
uniformă a Directivei**

Iulie 2007

Index

Introducere

Proiect - Al doilea ghid CCSR privind implementarea uniformă a Directivei privind abuzul pe piață

I. Ce anume constituie "informație privilegiată" conform Directivei privind abuzul pe piață?

Introducere
Informații de natură precisă
Publicarea informațiilor
Efect semnificativ asupra prețului
Exemple de posibile informații privilegiate care privesc emitentul în mod direct

II. Motive legitime pentru amânarea publicării unor informații privilegiate

Introducere
Interes legitim
Exemple ilustrative de interese legitime care îndreptătesc amânarea publicării unor informații privilegiate

III. Când anume o informație referitoare la ordinele în așteptare ale unui client constituie informație privilegiată

Introducere
"Ordin în așteptare al unui client" ca și informație privilegiată: condiții prescrise de Directive
"Ordin în așteptare al unui client" ca și informație privilegiată: Ghid
Ghid privind sensibilitatea prețului ordinului
Ghid privind natura precisă a ordinului

IV. Lista persoanelor care au acces la informații privilegiate

Introducere

1. În decembrie 2005 CESR a agreat ideea ca grupul CESR-Pol să întreprindă măsurile necesare îndeplinirii celei de a doua etape a măsurilor de nivel 3 adresate participanților la piață cu referire la Directiva privind abuzul pe piață. Proiectul celui de-al doilea ghid a fost publicat pentru consultări la nivel european în data de 2 Noiembrie 2006 (Ref. CESR/06-562). Următoarele probleme au fost cuprinse în proiectul de ghid:

- I. Ce anume constituie "informație privilegiată" conform Directivei privind abuzul pe piață?
- II. Motive legitime pentru amânarea publicării unor informații privilegiate
- III. Când anume o informație referitoare la ordinele în așteptare ale unui client constituie informație privilegiată
- IV. Lista persoanelor care au acces la informații privilegiate în toate jurisdicțiile – capitol la care se propune înființarea unui sistem de recunoaștere reciprocă (de ex. o autoritate competentă va accepta o listă a persoanelor care au acces la informații privilegiate menținută în conformitate cu regulile unui alt membru CESR)

2. Proiectul de ghid a fost revizuit pentru a ține cont de comentariile făcute în cadrul consultării, fiind la momentul actual publicat în varianta finală, în urma aprobării Președinției CESR. O evaluare a comentariilor primite în cadrul consultării (Ref. CESR/07-402) este în curs de publicare.

3. Întocmirea ghidului a fost făcută de membrii CESR-Pol, prin intermediul grupului de lucru responsabil cu Directiva privind abuzul pe piață – Nivel 3. Grupul operațional permanent al CESR-Pol este prezidat de către dl. Kurt Pribil, Președinte al Autorității Piețelor Financiare (FMA) din Austria. Grupul de lucru responsabil cu Directiva privind abuzul pe piață – Nivel 3 a fost prezidat de dl. Dilwyn Griffiths, Director al Direcției de Supraveghere a Pieței din cadrul Autorității Serviciilor Financiare (FSA) din Regatul Unit.

Statutul ghidului

4. Acest ghid reprezintă rezultatul activității grupului CESR și nu reprezintă un act legislativ al Uniunii Europene care să necesite măsuri legislative la nivel național.

5. Membrii CESR vor aplica în mod voluntar prevederile acestui ghid în desfășurarea activității de zi cu zi.

6. Modul în care acest ghid este aplicat va fi evaluat în mod regulat de către CESR. Ghidul CESR în vederea implementării Directivei privind abuzul pe piață nu aduce atingere în nici un fel atribuției de gardian al tratatelor europene îndeplinită de Comisia Europeană.

Al doilea ghid CESR privind implementarea uniformă a Directivei privind abuzul pe piață

I. Ce anume constituie "informație privilegiată" conform Directivei privind abuzul pe piață?

Introducere

1.1 Această secțiune a ghidului dezbate noțiunea de *informație privilegiată* așa după cum este definită în paragraful 1 din Articolul 1.1 al Directivei privind abuzul pe piață (2003/6/EC). Nu dezbate așadar problematica informațiilor privilegiate referitoare la derivatele având ca activ suport mărfuri sau la ordinele în așteptare ale clienților.

1.2 Paragraful 1 al Articolului 1.1 din Directiva privind abuzul pe piață definește informația privilegiată prin intermediul următoarelor criterii:

- informații de natură precisă;
- informații ce nu au fost făcute publice;
- informații ce privesc, direct sau indirect, unul sau mai mulți emitenți de instrumente financiare sau unul sau mai multe instrumente financiare
- informații care, dacă ar fi fost făcute publice, ar fi susceptibile să aibă efecte semnificative asupra prețului acelor instrumente financiare sau asupra instrumentelor financiare derivate având ca activ suport asemenea instrumente.

1.3 Următoarele paragrafe oferă un ghid privind informațiile considerate de CESR ca îndeplinind cele patru criterii de mai sus, luând în considerare prevederile relevante de nivel 2 ce implementează directiva privind abuzul pe piață și opiniile exprimate de CESR și transmise Comisiei în decembrie 2002 (Ref CESR/03-212c)¹. Este important de menționat faptul că cele două criterii respectiv cel referitor la informații de natură precisă și cel referitor la efectul semnificativ asupra prețului sunt strâns legate unul de altul și, prin urmare, este important să fie luate în considerare împreună. Totuși CESR consideră posibilă identificarea separată a factorilor ce influențează fiecare dintre cele două criterii.

Informații de natură precisă

1.4 Articolul 1 din Directiva 2003/124/EC detaliază „termenul de informație de natură precisă”, după cum urmează:

"...se consideră că o informație „are caracter precis” în cazul în care indică un ansamblu de circumstanțe existente sau despre care există motive raționale de a crede că vor exista, un eveniment care a avut loc sau despre care există motive raționale de a crede că va avea loc, și în cazul în care este suficient de precisă pentru a duce la o concluzie în legătură cu efectul posibil al tuturor circumstanțelor sau a evenimentului asupra prețurilor instrumentelor financiare în cauză sau a instrumentelor financiare derivate având ca activ suport asemenea instrumente."

1.5 Natura precisă a informațiilor va fi evaluată caz cu caz și depinde de respectiva informație și de contextul în care are loc evaluarea. Totuși pot fi făcute o serie de evaluări

¹ Opiniile transmise Comisiei nu constituie recomandări de nivel 3.

generale. CESR consideră că pentru a determina dacă un anumit set de circumstanțe există sau un anumit eveniment a avut loc, un aspect important este reprezentat de existența unor dovezi clare și obiective și nu doar a unor zvonuri sau speculații², cu alte cuvinte se poate dovedi că au avut loc sau că există. Atunci când este evaluată posibilitatea de a deveni realitate, principalul aspect luat în considerare urmărește dacă este rezonabilă concluzia respectiva bazată pe informațiile existente la momentul respectiv. Trebuie menționat faptul că, în afara unor situații excepționale sau a existenței unei solicitări din partea autorității relevante făcută conform articolului 6.7 din Directiva privind abuzul pe piață, emitenții nu sunt obligați să răspundă speculațiilor sau zvonurilor fără substanță care apar pe piață.

1.6 Trebuie de asemenea precizat faptul că atunci când este vorba de un proces care se desfășoară în mai multe etape, fiecare asemenea etapă precum și procesul în ansamblu poate reprezenta informație de natură precisă. Un exemplu poate fi reprezentat de o ofertă de preluare. Faptul că o preluare planificată nu a mai avut loc nu implică faptul că acțiunea nu constituie o sursă de informații privilegiate³.

1.7 De asemenea, nu este nevoie ca o informație să fie completă pentru a fi considerată precisă. Spre exemplu, o ofertă de preluare poate fi considerată o informație precisă chiar dacă ofertantul nu s-a decis asupra prețului. În mod similar o informație este considerată precisă chiar dacă se referă la o situație cu opțiuni alternative. De exemplu, faptul că o companie își propune să lanseze o ofertă de preluare a uneia sau alteia dintre două companii este o informație precisă chiar dacă compania ofertantă nu a stabilit încă compania vizată (în cazul în care compania ofertantă nu poate beneficia de prevederile articolului 6.2 din Directiva privind abuzul pe piață)

1.8 Cu privire la faptul dacă o informație este destul de amănunțită pentru a permite evaluarea impactului asupra prețurilor, CESR consideră că aceasta are loc în două situații. Prima dintre ele se referă la situația în care un investitor rezonabil poate să ia o decizie de investire care implică un risc financiar foarte redus sau inexistent - spre exemplu investitorul poate evalua foarte precis modul în care respectiva informație, odată făcută publică, va influența prețul instrumentului financiar relevant sau al instrumentelor având ca activ suport un asemenea instrument. De exemplu, un investitor care știe că un anumit emitent urmează să fie obiectul unei oferte de preluare poate fi încrezător că prețul acțiunilor aceluși emitent va crește atunci când oferta devine publică. A doua situație vizează situația în care o informație este susceptibilă să fie utilizată imediat pe piață – de exemplu participanții de pe piață vor tranzacționa pe baza acestei informații de îndată ce aceasta devine publică.

Publicarea informațiilor

1.9 Cu privire la publicarea informațiilor, companiile ce dețin informații privilegiate pe care doresc să le facă publice, trebuie să folosească mecanismele de publicare specificate de către autoritatea competentă. Dacă, de exemplu, o companie trebuie să publice o informație prin intermediul unui anumit serviciu electronic mass-media nu este suficientă publicarea informației într-un ziar. Totuși, pentru a determina dacă o anumită tranzacție a fost efectuată cu folosirea unor informații privilegiate, trebuie ținut cont de faptul că o

² Speculație în acest context este utilizată în sensul unei presupuneri, suspiciuni, neavând înțelesul cunoscut.

³ Exemplul de aici intenționează să sublinieze ce anume reprezintă informație de natură precisă și nu presupune că societatea vizată are obligația să facă un anunț la acest moment: aceasta poate să aplice prevederile referitoare la posibilitatea amânării publicării unor informații privilegiate

informație poate fi disponibilă public⁴ chiar dacă nu a fost dezvăluită de emitent printr-o procedură formală. Acest lucru este valabil și dacă informația devine publică ca urmare a unei dezvăluiri incorecte făcută de emitent sau de către o terță parte.

Efect semnificativ asupra prețului

1.10 Articolul 1 din Directiva 2003/124/EC detaliază termenul de *informație susceptibilă să aibă efecte semnificative asupra prețului*.

"...se înțelege prin „informație care, dacă ar fi făcută publică, ar influența în mod sensibil prețul instrumentelor financiare în cauză sau prețul instrumentelor financiare derivate având ca activ suport asemenea instrumente” o informație pe care un investitor rațional ar putea să o utilizeze ca bază a deciziilor de investiție.”

1.11 Conceptul de *investitor rațional* este relevant pentru a determina tipul de informații care trebuie luate în considerare în vederea evaluării criteriului de *efect semnificativ asupra prețului*. În acest context trebuie menționat faptul că articolul 17.2 din Directiva privind abuzul pe piață prevede foarte clar faptul că măsurile de implementare nu modifică prevederile esențiale ale directivei de nivel 1.

1.12 CESR consideră că persoanele ce dețin informații privilegiate trebuie să evalueze ex-ante dacă acestea sunt susceptibile să aibă un efect semnificativ asupra prețului. Este vorba aici de a determina, la acel moment, gradul de probabilitate al producerii respectivului efect. Directiva ia în calcul posibilitatea existenței unui efect asupra prețului, ceea ce, pe de o parte, nu implică neapărat o obligație de publicare dar, pe de altă parte, nu face necesară existența unui grad de probabilitate apropiat de certitudine.

1.13 CESR nu consideră că fixarea unor anumitor praguri de modificare a prețului sau introducerea unor criterii cantitative reprezintă metode adecvate pentru a determina însemnătatea unei modificări a prețului. De exemplu, volatilitatea titlurilor *blue chip* este mai redusă decât cea a titlurilor mai puțin lichide. Creșteri procentuale importante în cazul titlurilor marilor companii reprezintă evenimente destul de rare, dar nici creșteri procentuale mai reduse ale prețului acțiunilor nu trebuie excluse din categoria evenimentelor semnificative. Pentru a determina probabilitatea producerii unui anumit eveniment trebuie luate în considerare următoarele elemente⁵:

- i) magnitudinea anticipată a efectului relevant în contextul întregii activități a companiei;
- ii) relevanța informațiilor cu privire la principalii determinanți ai prețului instrumentului financiar;
- iii) gradul de încredere atribuit sursei;
- iv) variabilele de pe piață care influențează prețul instrumentului financiar în cauză (prețuri, câștiguri, volatilități, lichiditate, corelațiile dintre prețuri pentru diferite instrumente financiare, volum, ofertă, cerere, etc).

1.14 Câțiva indicatori utili ce trebuie luați în considerare pentru a evalua dacă o informație este susceptibilă să aibă un efect semnificativ asupra prețului sunt :

- tipul de informație este similar cu cel al unor informații ce au avut un asemenea efect în

⁴ În acest context informațiile disponibile public pot să includă și informațiile care sunt accesibile având la bază contracte comerciale – de ex, serviciile electronice de informare pentru care s-a solicitat un abonament

⁵ Vezi preambulul 1 din Directiva 2003/124/EC

trecut;

- rapoarte existente și opinii ale analiștilor sugerează că respectivul tip de informație are efecte asupra prețului;
- compania însăși a tratat evenimente similare ca situații în care au fost folosite informații privilegiate.

Trebuie menționat faptul că acești factori reprezintă doar indicatori ai existenței unor asemenea situații și ca urmare nu trebuie considerați neapărat ca având efecte semnificative asupra prețului. De asemenea, companiile trebuie să ia în considerare faptul că însemnătatea unei informații variază de la o companie la alta, în funcție de anumiți factori cum ar fi dimensiunea companiei, evoluții recente, modul în care compania este percepută pe piață și sectorul în care își desfășoară activitatea. Mai mult decât atât, efectul semnificativ poate fi diferit în funcție de tipul de instrumente financiare. O informație care este susceptibilă să aibă un efect semnificativ asupra prețului pentru un emitent de acțiuni poate să nu aibă același efect asupra unui emitent de obligațiuni.

Exemple de posibile informații privilegiate care privesc emitentul în mod direct

Prezentăm în continuare o listă pur indicativă și incompletă de situații care implică existența unor informații privilegiate. Faptul că o anumită situație nu apare în această listă nu implică excluderea sa din această categorie, iar faptul că o anumită situație apare în aceasta nu implică automat existența unei situații de folosire a unor informații privilegiate. Se impune evaluarea propriu-zisă a producerii evenimentului respectiv. O situație implică folosirea de informații privilegiate doar dacă implică producerea unor anumite evenimente. Mai mult decât atât, trebuie luate în considerare și circumstanțele specifice ale fiecărei situații.

Informațiile legate în mod direct de un emitent pot viza:

- rentabilitatea operațională;
- schimbări în structura de control precum și acorduri privind controlul asupra companiei;
- schimbări în structura de conducere și în cea a consiliilor de supraveghere;
- schimbări în structura auditorilor precum și orice altă informație legată de activitatea auditorilor;
- operațiuni vizând capitalul sau emisiunea de titluri de creanță sau warrante în scopul cumpărării sau subscrierii de valori mobiliare;
- decizii vizând majorarea sau micșorarea capitalului social;
- fuziuni, divizări sau separări ale unei divizii sau subsidiare de compania mamă (spin-offs);
- achiziționarea sau vânzarea de interese de participare (equity interests) sau alte active ori ramuri de activitate corporativă;
- restructurări sau reorganizări ce influențează activele emitentului sau pasivele acestuia, situația financiară, profitul sau pierderea;
- decizii vizând programele de răscumpărare - buy-back sau tranzacții cu alte instrumente financiare tranzacționate pe piețe financiare;
- schimbări în drepturile aferente clasei de acțiuni tranzacționate ale emitentului;
- solicitarea de trecere în faliment sau emiterea de ordine ce vizează această procedură;
- dispute legale;
- revocarea sau anularea unor linii de credit de către una sau mai multe bănci;
- dizolvarea sau verificarea unei cauze a dizolvării;
- schimbări intervenite în valoarea unor active;

- insolvența unor debitori importanți ai companiei;
- reducerea valorii proprietăților imobiliare;
- distrugerea fizică a unor bunuri neasigurate;
- licențe noi, patente sau mărci înregistrate;
- creșterea sau scăderea valorii unor instrumente financiare aflate în portofoliul companiei;
- scăderea valorii unor patente sau drepturi sau a unor active intangibile ca urmare a inovațiilor apărute;
- primirea de oferte de preluare pentru active importante;
- produse sau procese inovative;
- responsabilitatea companiei cu privire la produsele proprii sau cazuri în care mediul este afectat ca urmare a acțiunilor companiei;
- schimbări intervenite în câștigurile sau pierderile previzionate;
- ordine primite din partea clienților, anularea acestora sau apariția unor schimbări semnificative;
- retragerea sau intrarea companiei din/în sectoare importante de activitate;
- schimbări intervenite în politica de investiții a emitentului;
- data ex-dividend, schimbări intervenite în ceea ce privește data de plată a dividendelor sau mărirea acestora, schimbări privind politica de dividend.

1.16 Definiția dată de către directivă termenului de informație privilegiată cuprinde și acele informații care sunt legate în mod indirect de emitenți sau instrumente financiare. În continuare este prezentată o listă cu exemple de asemenea informații. Trebuie menționat din nou faptul că lista de mai jos este pur indicativă și incompletă fiind subiectul aceluiași precizări menționate la punctul 1.15. În cazul în care o informație îndeplinește criteriile pentru a fi considerată informație privilegiată sunt aplicabile prevederile articolelor 2 și 3 din Directiva privind abuzul pe piață referitoare la obligația de confidențialitate și interdicția de folosire a unei asemenea informații pentru efectuarea de tranzacții. Pe de altă parte, nu există nici o obligație legală pentru a solicita dezvăluirea promptă conform articolului 6.1 din Directiva 2003/6/EC, obligația respectivă referindu-se doar la informațiile ce privesc în mod direct emitentul. (Într-adevăr exemplele de mai jos privesc fie situații în care emitentul nu este de obicei conștient de existența respectivei informații înaintea publicării ei, fie, dacă ar fi conștient de acest lucru, nu ar avea posibilitatea dezvăluirii până la momentul anunțului efectuat de o altă entitate.) Totuși, dacă la momentul în care devin publice, asemenea evenimente au consecințe directe asupra emitentului în sensul încadrării acestora în categoria informațiilor privilegiate, prevederea referitoare la obligația de dezvăluire de la articolul 6 din Directiva 2003/6/EC se aplică în consecință.

Informațiile legate în mod indirect de un emitent pot viza:

- date sau situații statistice publicate de către instituții publice;
- publicarea așteptată a rapoartelor agențiilor de rating;
- publicarea așteptată a cercetărilor, recomandărilor sau sugestiilor referitoare la valoarea unor instrumente financiare tranzacționate;
- decizii ale băncilor centrale privind rate ale dobânzii;
- decizii ale guvernelor privind politica fiscală, reglementarea sectoarelor industriale, gestionarea datoriei publice, etc;
- decizii referitoare la schimbări intervenite în gestionarea indicilor de piață, mai ales în ceea ce privește compoziția lor;
- decizii sub formă legală sau nu cu privire la regulile aplicabile pe piață;

- decizii ale autorităților însărcinate cu supravegherea respectării competiției și supravegherea pieței referitoare la companii tranzacționate;
- ordine relevante ale organismelor guvernamentale, autorităților regionale sau locale sau ale altor autorități publice;
- schimbări privind modalitatea de tranzacționare (de ex. informații referitoare la faptul că instrumentele financiare ale unui emitent vor fi tranzacționate în cadrul unui alt segment al pieței, modificarea formei de tranzacționare de la tranzacționarea continuă la tranzacționarea prin licitație) sau schimbări privind formațorul de piață sau condițiile de încheiere a tranzacțiilor.

II. Motive legitime pentru amânarea publicării unor informații privilegiate

Introducere

2.1 Articolul 6.2 din Directiva 2003/6/EC prevede faptul că *"un emitent poate amâna, pe proprie răspundere, publicarea unei informații confidențiale, în sensul alineatului (1), pentru a nu aduce atingere intereselor sale legitime, sub rezerva că omisiunea în cauză nu trebuie să inducă în eroare publicul și că emitentul trebuie să fie în măsură să asigure confidențialitatea respectivei informații."*

2.2 Această secțiune a ghidului se referă la situațiile în care există interese legitime pentru ca un emitent să amâne publicarea informațiilor privilegiate. Secțiunea nu se referă la celelalte două condiții menționate la articolul 6.2 și la măsurile de implementare ale acestora (cea vizând prezumția că amânarea publicării unei informații nu induce publicului o falsă părere și cea vizând faptul că un emitent este capabil să asigure confidențialitatea informației).

Interese legitime

2.3 Termenul de *interes legitim* este detaliat la articolul 3 (1) din Directiva 2003/124/EC astfel:

"În sensul aplicării articolului 6 alineatul (2) din Directiva 2003/6/CE, interesele legitime pot apărea, în special, în situațiile următoare, care nu formează o listă exhaustivă:

(a) negocieri în curs sau elemente conexe, în cazul în care publicarea lor ar risca să le afecteze rezultatul sau cursul normal. În special, în caz de pericol grav și iminent care amenință viabilitatea financiară a emitentului, dar care nu face parte din domeniul dispozițiilor care se aplică în materia dreptului insolvenței, divulgarea informațiilor către public poate fi amânată o perioadă limitată în cazul în care riscă să dăuneze grav intereselor acționarilor existenți și potențiali compromițând încheierea negocierilor specifice care au ca scop asigurarea redresării financiare pe termen lung a emitentului;

(b) decizii luate sau contracte încheiate de organul de conducere al unui emitent, care necesită aprobarea unui alt organ al emitentului pentru a deveni efective, în cazul în care structura emitentului necesită o separare între cele două organe, cu condiția că publicarea acestor informații înainte de aprobarea lor, împreună cu anunțarea simultană a faptului că se așteaptă aprobarea, ar pune în pericol aprecierea corectă a informației de către public."

2.4 Articolul menționează clar faptul că lista cuprinzând exemple de situații în care există interese legitime care îndreptăcesc amânarea publicării unor informații nu este exhaustivă.

Așadar, emitenții pot amâna publicarea și în alte situații, cu condiția respectării prevederilor articolului 6 (2) din Directiva 2003/6/EC.

2.5 CESR a luat în considerare oportunitatea oferirii unor altor exemple privind această situație. Totuși, având în vedere faptul că dreptul de amânare a publicării unor informații privilegiate reprezintă o derogare de la norma generală aplicabilă, nu este cazul oferirii unei lungi liste cu exemple de asemenea situații în care este posibilă aplicarea derogării. Rămâne responsabilitatea emitentului de a determina, conform circumstanțelor proprii, dacă publicarea informațiilor privilegiate poate fi amânată având în vedere condițiile aplicabile.

2.6 Așadar, CESR se limitează la a oferi o serie de exemple ale celor două situații menționate la articolul 3(1) din Directiva 2003/124/EC. Scopul urmărit este acela de a ilustra asemenea situații și nu de a completa prevederile directivei, iar situațiile prezentate sunt inspirate de opinia prezentată de CESR către Comisia Europeană în decembrie 2002 (Ref CESR/02-089d) cu privire la Directiva 2003/124/EC.

Exemple ilustrative de interese legitime care îndreptătesc amânarea publicării unor informații privilegiate

2.7 Ca de obicei, trebuie menționat din nou faptul că lista de mai jos este pur indicativă și incompletă, iar, pentru a decide dacă se impune amânarea publicării unor informații privilegiate, emitenții trebuie să evalueze respectiva situație particulară.

2.8 Următoarea listă prezintă exemple cu privire la primul grup de situații menționate în Directiva 2003/124/EC (*negocieri în curs*):

- cerințe de confidențialitate privind o situație competitivă (de ex. atunci când un contract este în curs de negociere, iar dezvăluirea faptului că au loc asemenea negocieri ar putea periclita încheierea acestuia sau respectivul contract ar putea fi chiar pierdut în favoarea altei părți). Acest aspect cade sub incidența prevederii conform căreia orice aranjament privind păstrarea confidențialității convenit între emitent și o terță parte nu îl împiedică pe acesta să îndeplinească obligațiile cu privire la dezvăluirea de informații privilegiate;

- dezvoltarea de noi produse, patente, invenții etc dacă emitentul trebuie să își protejeze drepturile, cu condiția ca evenimentele semnificative cu efect asupra dezvoltării unor produse să fie făcute publice cât mai repede cu putință (de ex. rezultatele testelor clinice în cazul unor noi produse farmaceutice);

- cazul în care un emitent decide să vândă o deținere importantă din alte emitent, iar acest lucru ar fi împiedicat în cazul unei dezvăluiri premature;

- evenimente în curs care ar putea fi periclitare în cazul unei dezvăluiri premature.

2.9 Cazurile care se referă la al doilea grup de situații (*decizii luate de organul unui emitent care necesită aprobarea unui alt organ al emitentului*) se referă la acele situații ce implică procese complexe de luare a deciziei și care implică mai multe nivele ierarhice din organizația emitentului.

Alte elemente

2.10 Se cuvine menționat faptul că îndeplinirea condițiilor pentru existența unui interes

legitim de amânare a publicării unor informații privilegiate nu reprezintă în sine un motiv suficient pentru a face acest lucru. În toate cazurile se impune o nouă evaluare a situației pentru a determina dacă sunt îndeplinite celelalte condiții prevăzute la articolul 6.2 din Directiva 2003/6/EC, adică de a evalua dacă amânarea nu este susceptibilă să inducă în eroare publicul și dacă emitentul este capabil să asigure respectarea confidențialității informației.

2.11 Cu privire la modalitatea în care ar trebui să acționeze pe durata perioadei dintre momentul intrării în posesia informației privilegiate și momentul publicării acesteia sau momentul în care aceasta nu mai reprezintă informație privilegiată, CESR propune următoarele. La momentul luării deciziei de amânare a publicării, este indicată înregistrarea motivului care a dus la luarea unei asemenea decizii. Acest lucru oferă un istoric clar al evenimentelor și poate reprezenta un avantaj pentru emitent în cazul în care autoritatea de reglementare solicită respectiva informație. Odată luată decizia de amânare, companiile trebuie să se asigure că accesul la respectiva informație este restricționat doar la cei care au nevoie să aibă acces, iar persoanele din interiorul companiei sunt conștiente de natura confidențială a informației și recunosc obligațiile aferente. Dacă emitentul descoperă ulterior că respectiva informație nu a rămas confidențială, ar trebui să o dezvăluie cât mai repede în maniera menționată. Emitenții trebuie să aibă în vedere dacă nu cumva amânarea publicării este susceptibilă să inducă în eroare, iar în caz afirmativ, să procedeze la publicarea cât mai rapidă a respectivei informații.

2.12 CESR nu își propune la acest moment să ofere informații suplimentare cu privire la situațiile în care amânarea publicării nu induce în eroare publicul. Este conștient, de asemenea, de opinia conform căreia orice întârziere induce în eroare, deși nu o împărtășește. Dacă acest argument ar fi fost corect, atunci nu ar mai fi existat motive pentru includerea în directivă a prevederilor ce permit amânarea publicării, de vreme ce criteriile pentru a putea realiza acest lucru nu ar fi putut fi îndeplinite niciodată.

III. Când anume o informație referitoare la ordinele în așteptare ale unui client constituie informație privilegiată

Introducere

3.1 Cu privire la informațiile privind ordinele clienților, prevederile legale aplicabile sunt cele de la articolul 1.1 par. 3 din Directiva 2003/6/EC care prevede că *"pentru persoanele însărcinate cu executarea ordinelor referitoare la instrumente financiare, prin „informație privilegiată” se înțelege, de asemenea, orice informație transmisă de un client și care are legătură cu ordinele în așteptare ale clientului"*.

3.2 Aceste persoane ar trebui să gestioneze corespunzător acest tip de informații privilegiate pentru a evita folosirea abuzivă a lor. Aceasta presupune că, potrivit art. 2 și 3 din Directiva 2003/6/EC, o asemenea persoană nu trebuie să:

a. folosească respectiva informație pentru a achiziționa sau vinde, a încerca să achiziționeze sau să vândă, în cont propriu sau în contul unei terțe persoane, direct sau indirect, instrumente financiare la care se referă respectiva informație⁶;

b. dezvăluie respectiva informație vreunei persoane, în afara cazului în care acest lucru

⁶ Articolul 2.3 prevede că acesta nu se va aplica tranzacțiilor efectuate cu scopul achitării unei obligații devenită exigibilă în urma achiziției sau vânzării de instrumente financiare, atunci când obligația rezultă dintr-un contract încheiat înainte ca persoana în cauză să dețină informații privilegiate.

este făcut în exercitarea atribuțiilor de serviciu;

c. recomande sau inducă unei alte persoane, pe baza acelei informații, ideea de a cumpăra sau vinde instrumente financiare la care se referă respectiva informație.

3.3 Conform art. 4 din Directiva 2003/6/EC aceeași interdicție se aplică oricărei persoane care deține respectiva informație și care, în același timp, cunoaște sau ar trebui să cunoască faptul că respectiva informație este privilegiată.

3.4 În general, persoanele descrise mai sus sunt angajați ai intermediarilor de pe piața de capital.

3.5 Ținând seama de faptul că intermediarii își desfășoară activitatea într-un mediu complex, aceste interdicții presupun că aceștia ar trebui să găsească mijloace pentru a opera fără a recurge la folosirea informațiilor privilegiate. Prin urmare, ghidul poate fi util pentru ca intermediarii și angajații lor să înțeleagă mai bine când anume o informație referitoare la ordinele în așteptare ale unui client este de natură confidențială.

"Ordin în așteptare al unui client" ca și informație privilegiată: condiții prescise de Directive

3.6 Conform articolului 1.1 par.3 din Directiva 2003/6/EC o "*informație transmisă de un client și care are legătură cu ordinele în așteptare ale clientului*" este informație privilegiată dacă îndeplinește trei condiții⁷:

- a. este "*de natură precisă*";
- b. "*se referă în mod direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți de instrumente financiare ori la unul sau mai multe instrumente financiare*";
- c. "*în cazul în care ar fi făcută publică, ar fi susceptibilă de a influența în mod semnificativ prețul instrumentelor financiare în cauză sau prețul instrumentelor financiare derivate având ca active suport asemenea instrumente.*"

3.7 Condițiile a) și c) sunt explicitate la art. 1(1) din Directiva 2003/124/EC. Cu privire la condiția a), se consideră că o informație este "*de natură precisă*":

1) în cazul în care indică un ansamblu de circumstanțe existente sau despre care există motive raționale de a crede că vor exista, un eveniment care a avut loc sau despre care există motive raționale de a crede că va avea loc, și

2) în cazul în care este suficient de precisă pentru a duce la o concluzie în legătură cu efectul posibil al tuturor circumstanțelor sau a evenimentului asupra prețurilor instrumentelor financiare în cauză sau a instrumentelor financiare derivate având ca active suport asemenea instrumente.

Cu privire la condiția c): „*informație care (...) ar influența în mod sensibil prețul(...) reprezintă o informație pe care un investitor rațional ar putea să o utilizeze ca bază a deciziilor de investiție.*”

"Informație transmisă de un client și care are legătură cu ordinele în așteptare ale

⁷ Suplimentar, a patra condiție implicită este ca informația să nu fie făcută publică.

clientului": Ghid

i) Termenul de ordin în așteptare al unui client nu este definit în nici una dintre cele două directive: Directiva 2003/6/EC și Directiva 2003/124/EC. CESR nu consideră că respectivul termen poate fi definit în mod singular și oferă următoarele elemente pentru a evalua existența unui ordin în așteptare al unui client. Un indiciu al existenței acestuia este reprezentat de faptul că o persoană însărcinată cu executarea ordinelor intră în relație cu o altă persoană în legătură cu o tranzacție și

a) tranzacția nu este executată imediat ca răspuns la un preț menționat de respectiva persoană, și

b) persoana în cauză este supusă unor obligații legale sau derivând din regulamente interne privind modul și momentul execuției tranzacției.

De exemplu, simplul fapt de a sonda o valoare a prețului (a contacta diferiți brokeri pentru a stabili care este prețul la care sunt de acord să vândă sau să cumpere un anumit instrument sau tip de instrument financiar) nu reprezintă în sine un ordin în așteptare al unui client, deoarece nici un ordin nu a fost introdus încă.

ii) Când anume informația transmisă de un client reprezintă informație privilegiată: considerații generale

3.9 Principala dificultate în a evalua dacă o informație transmisă de un client și care are legătură cu ordinele în așteptare ale sale reprezintă informație privilegiată constă în determinarea situațiilor când sunt îndeplinite condițiile privind natura precisă a ordinului și sensibilitatea prețului acestuia.

3.10 Înainte de a examina situațiile în care cele două condiții de mai sus sunt îndeplinite, trebuie menționat faptul că ordinele sunt caracterizate, în general, prin mai multe elemente legate de trei parametri: preț, cantitate și momentul execuției. Multiple combinații ale acestor elemente pot fi evaluate în mai multe feluri. Identitatea clientului și a instrumentului financiar la care se referă ordinul poate fi de asemenea relevantă.

3.11 Mai mult decât atât, aceste elemente diferă de la o piață la alta în funcție de microstructura specifică. De exemplu, unele sisteme electronice de tranzacționare permit introducerea de ordine de stopare a pierderii (stop-loss orders) sau de ordine parțial afișate, s.a.m.d. De asemenea, impactul pe piață al executării ordinului depinde de lichiditatea existentă, de felul în care ordinul va fi executat, de metoda de tranzacționare folosită (licitație, tranzacționare continuă), etc.

3.12 Toate elementele relevante trebuie luate în considerare atunci când se determină dacă informația transmisă de un client privind un ordin în așteptare reprezintă informație privilegiată. Ca de obicei, trebuie menționat din nou faptul că lista de mai jos este pur indicativă și incompletă.

iii) Sensibilitatea prețului

3.13 Sensibilitatea prețului pentru informațiile referitoare la un ordin în așteptare al clientului este susceptibilă să fie influențată de următoarele:

- a. Mărimea/dimensiunea ordinului, comparativ, de exemplu, cu dimensiunea medie a ordinelor pe respectiva piață sau cu volumul zilnic de tranzacționare. Cu cât este mai mare diferența dintre dimensiunea ordinului și dimensiunea medie pe respectiva piață, cu atât este mai susceptibil ca informația să aibă un efect semnificativ asupra prețului respectivului instrument financiar.
- b. lichiditatea pieței în timpul perioadei de execuție a ordinelor.
- c. diferența dintre prețul de cumpărare și prețul de vânzare: cu cât aceasta este mai mare, cu atât este mai susceptibil un ordin să aibă o influență mai mare.
- d. limita de preț pentru acel ordin și relația dintre această limită și diferența curentă dintre prețul de cumpărare și prețul de vânzare.
- e. calendarul de execuție conform instrucțiunilor date de client (de ex. cu cât clientul dorește o executare mai rapidă, cu atât este mai susceptibil un impact asupra prețului).
- f. calendarul de execuție în relație cu prețuri de referință relevantă cum ar fi prețurile de deschidere, închidere, minim și maxim sau prețurile de exercițiu pentru instrumentele financiare derivate legate de acesta cum ar fi derivatele, warrant-urile, obligațiunile structurate etc.
- g. identitatea clientului.
- h. influența potențială asupra altor participanți pe piață.

iv) Natura precisă

3.14 Așa după cum este menționat în Directiva 2003/124/EC (paragraful 3.7 de mai sus), condițiile pentru a determina dacă o informație are o natură precisă sunt două: "1) în cazul în care indică un ansamblu de circumstanțe existente sau despre care există motive raționale de a crede că vor exista, un eveniment care a avut loc sau despre care există motive raționale de a crede că va avea loc, și 2) în cazul în care este suficient de precisă pentru a duce la o concluzie în legătură cu efectul posibil al tuturor circumstanțelor sau a evenimentului asupra prețurilor instrumentelor financiare în cauză sau a instrumentelor financiare derivate având ca active suport asemenea instrumente."

3.15 În timp ce a doua condiție are o natură similară cu cea privind sensibilitatea prețului, menționată mai sus, prima dintre ele exprimă foarte clar faptul că o informație nu trebuie să fie certă pentru a constitui informație privilegiată. De ex. informațiile privind un anumit ordin pot reprezenta informații privilegiate chiar dacă nu toate caracteristicile sale sunt clar definite. În acest sens, un set de elemente folositoare sunt prezentate după cum urmează.

3.16 O informație referitoare la un ordin este susceptibilă să aibă natură precisă:

- a. cu cât mai bine definite sunt dimensiunea sa, limita de preț și perioada de execuție;
- b. cu cât mai predictibil este comportamentul de tranzacționare al unui client, cu atât mai precisă va fi natura unui anumit ordin din partea aceluși client.

Alte elemente

3.17 CESR a primit solicitări de a explica cum anume ar trebui să procedeze o persoană însărcinată cu execuția ordinelor clienților dacă, ulterior primirii unui ordin de a efectua o tranzacție semnificativă cu un anumit instrument financiar, primește ordine din partea altor clienți cu privire la același instrument. Punctul 18 din preambulul Directivei 2003/6/EC menționează printre altele faptul că *"...simplul fapt că formatorii de piață, organismele abilitate să acționeze în calitate de contraparte sau persoanele abilitate să execute ordine pentru terți ... se limitează ... la a desfășura activități legitime de cumpărare sau de vânzare de instrumente financiare ... nu ar trebui să fie considerat uz de informație privilegiată."*

Faptul că persoană însărcinată cu execuția ordinelor clienților primește un ordin de dimensiune mare din partea unui client nu înseamnă faptul că aceasta trebuie să înceteze să mai execute alte ordine pe care le primește cu privire la același instrument financiar, până la momentul terminării executării primului ordin.

IV. Lista persoanelor care au acces la informații privilegiate

4.1 Articolul 6.3 paragraful 3 din Directiva 2003/6/EC obligă Statele Membre să solicite emitenților, sau persoanelor ce acționează în numele lor sau în contul lor să întocmească liste cu persoanele care au acces la informații privilegiate care să fie actualizate permanent și să poată fi oferite autorităților competente la cerere. Mai mult decât atât, Directiva 2003/124/EC⁸ detaliază conținutul acestei liste, modalitatea de actualizare și menținere, precum și obligațiile de informare legate de o asemenea listă.

4.2 În general, Statele Membre au implementat aceste prevederi astfel încât acestea sunt aplicabile emitenților ale căror acțiuni sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată internă și/sau emitenților interni care dețin instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată din alt stat UE sau din spațiul Spațiul Economic European.

4.3 Există deja un număr de emitenți ale căror acțiuni sunt admise la tranzacționare pe piețe reglementate din diferite jurisdicții europene. Așadar, rezultă faptul că un emitent trebuie să îndeplinească cerințele de întocmire și menținere a listei cu persoanele ce au acces la informații confidențiale în conformitate cu prevederile legale aplicabile în diferitele jurisdicții. Cu alte cuvinte, pot apărea cerințe "dublate" cu privire la acest aspect. Din punctul de vedere al autorităților de reglementare "dublarea" este preferabilă lipsei vreunei cerințe. Totuși pot apărea situații în care suprapunerea unor cerințe poate "împovăra" activitatea emitenților.

4.4 Trebuie amintit faptul că cerințele de întocmire, menținere și transmitere către autorități competente a listei cu persoanele ce au acces la informații privilegiate sunt aplicabile doar emitenților ce au solicitat admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată dintr-un stat membru (articolul 9 par. 3 din Directiva 2003/6/EC).

4.5 În cazul emitenților aflați sub jurisdicția a două sau mai multe state UE sau SEE în ceea ce privește lista cu persoanele care au acces la informații privilegiate, se recomandă ca autoritățile competente să recunoască listele întocmite în conformitate cu cerințele

⁸ Directiva nr. 2004/72/EC privind implementarea Directivei nr.2003/6/EC cu privire la practici de piață acceptate, definirea informației privilegiate referitoare la instrumentele financiare derivate pe mărfuri, întocmirea listei cu persoanele care dețin informații privilegiate, notificarea tranzacțiilor realizate de către conducere și notificarea tranzacțiilor suspecte

statului membru în care emitentul este înregistrat.

4.6 Această recomandare nu contrazice obligația unui emitent de a întocmi o asemenea listă în fiecare din jurisdicțiile relevante, precum și dreptul autorității competente din fiecare asemenea jurisdicție de a solicita respectiva listă. Trebuie menționat faptul că, potrivit Directivei 2003/6/EC, lista respectivă trebuie transmisă doar dacă există o solicitare în acest sens din partea unei autorități competente, nefiind vorba de o obligație a unui emitent de a transmite din proprie inițiativă o asemenea listă către autoritatea competentă sau de a o informa cu privire la noutățile apărute.

4.7 Cu privire la persoanele care acționează în numele sau în contul emitenților, indiferent de naționalitatea, locația sau statul în care sunt înregistrate, reglementările aplicabile sunt cele din jurisdicția emitentului.