

**REGLEMENTĂRI ALE UNIUNII EUROPENE PRIVIND
TRANZACȚIILE BAZATE PE INFORMAȚII PRIVILEGIATE**

SEPTIMIU PANAINTE

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

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

1. Până în anul 1989 statele europene au fost libere să reglementeze tranzacțiile bazate pe informații privilegiate în modalitățile pe care le considerau a fi cele mai adecvate. În unele țări astfel de tranzacții erau incriminate ca infracțiuni, dar, în același timp, s-a putut constata că, în altele, nu erau reglementate deloc sau, cel mult, era lăsată la latitudinea burselor de valori sau a companiilor rezolvarea acestei probleme prin adoptarea unor norme sau coduri deontologice.

Comunitatea Economică Europeană a adoptat în data de 13 noiembrie 1989 Directiva 89/592/CEE de coordonare a reglementărilor privind tranzacțiile bazate pe informații privilegiate¹. Drept urmare, statele membre au făcut eforturi

¹ Publicată în Jurnalul Oficial L nr. 334 din 18.11.1989, p. 30 și urm.

pentru a-și adapta legile naționale la prevederile aceste directive și a asimila noile elemente comune, unificatoare.

După 1989 piețele financiare s-au transformat și dezvoltat într-un ritm alert. Au fost dezvoltate noi tehnologii și sisteme de tranzacționare și au fost create noi produse financiare. Numărul participanților pe piețe a crescut semnificativ. Operațiunile financiare au devenit din ce în ce mai complexe și uneori mai dificile ca urmare a existenței diferitelor elemente de extraneitate care făceau incidente mai multe legi naționale, uneori sensibil diferite ca și conținut. De asemenea, odată cu extinderea, și legislația Comunității Europene s-a dezvoltat apărând noi reglementări privind diferite aspecte ale piețelor financiare. Toate aceste schimbări au generat preocupări pentru îmbunătățirea reglementării² și au determinat ca la 30 mai 2001 Comisia Europeană să prezinte o propunere pentru o nouă directivă privind abuzul pe piață. În consecință, a fost adoptată Directiva Parlamentului European și a Consiliului 2003/6/CE privind tranzacțiile cu informații privilegiate și manipularea pieței (abuzul pe piață)³.

Ne propunem în această scurtă prezentare să mai avem în vedere în mod deosebit și Directiva Comisiei 2003/124/CE de implementare a Directivei 2003/6/CE în ceea ce privește definirea și divulgarea publică a informațiilor privilegiate și definirea manipulării pieței, dar subliniem că noul cadru juridic european în domeniu cuprinde și:

- Directiva Comisiei 2003/125/CE de implementare a Directivei 2003/6/CE privind corecta prezentare a recomandărilor investiționale și divulgarea conflictelor de interese;

- Regulamentul Comisiei nr. 2273/2003 de implementare a Directivei 2003/6/CE privind derogările pentru programele *buy-back* și stabilizarea instrumentelor financiare;

- Directiva Comisiei 2004/72/CE de implementare a Directivei 2003/6/CE privind practicile acceptate pe piață, definirea informațiilor privilegiate în relație cu instrumentele financiare derivate pe mărfuri, întocmirea listelor cu persoane care dețin informații privilegiate, notificarea tranzacțiilor managerilor și a tranzacțiilor suspecte.

O analiză completă ar trebui să aibă în vedere și Directiva 2001/34/CE privind admiterea valorilor mobiliare spre a fi cotate la bursă și informațiile care trebuie publicate legate de respectivele valori mobiliare așa cum a fost

² Concretizate în derularea așa-numitului *Program Lamfalussy*.

³ Publicată în Jurnalul Oficial L nr. 096 din 12.04.2003, p. 16-25, a abrogat Directiva 592/CEE/1989. Directiva 2003/6/CE a fost asimilată și în legislația românească, aspect care rezultă din actul normativ cadru - Legea nr. 297/2004 privind piața de capital, publicat în Monitorul Oficial, Partea I, nr. 571 din 29/06/2004.

modificată prin Directiva 2003/71/CE privind documentul ce trebuie publicat când valorile mobiliare sunt prezentate spre achiziție publicului sau sunt admise la tranzacționare.

2. Rationale. Având în vedere că tranzacțiile bazate pe informații privilegiate și manipularea pieței sunt de natură să determine pierderea încrederii pe care investitorii de orice tip trebuie să o aibă în corectitudinea și integritatea piețelor de capital, aproape fiecare stat a elaborat acte normative prin care, în diferite moduri, asemenea activități au fost interzise. S-a considerat însă că asigurarea integrității piețelor financiare comunitare și a încrederii investitorilor constituie un obiectiv general, comun atât normelor menite să oprească tranzacțiile bazate pe informații privilegiate cât și al celor menite să elimine manipularea pieței. Drept urmare, la nivel european a fost elaborat și adoptat un sistem de reguli combinate pentru a interzice cele două tipuri de activități (integrate în noțiunea de „*abuz pe piață*”). În același timp, Directiva 2003/6/CE, urmând Directivei din 1989, dă măsura evoluției și transformărilor înregistrate în domeniu și urmărește asigurarea unui cadru legal uniform, comun, privind distribuirea competențelor specifice, punerea în aplicare a normelor și cooperarea în domeniu.

Tranzacția bazată pe informații privilegiate presupune efectuarea unei operațiuni determinată de deținerea de către o persoană a unor informații importante privind un emitent de instrumente financiare, informații care nu au fost încă făcute publice. Pentru că informația nu a fost pusă la dispoziția tuturor potențialilor investitori spre a fi analizată și valorificată, o persoană care folosește astfel de cunoștințe va putea obține profit speculând un avantaj injust pe care îl are față de restul participanților la piață. Astfel de operațiuni aduc atingere uneia dintre calitățile fundamentale de care trebuie să se bucure orice piață de capital: transparența. Într-o piață transparentă informațiile importante trebuie diseminate în așa fel încât toți participanții să le poată primi sau cunoaște pe cât posibil în același timp. După ce informația este astfel divulgată, un investitor va putea dobândi un avantaj asupra altora doar prin folosirea experienței și abilităților sale în analiza, interpretarea și corelarea oricăror informații public disponibile. Aceste abilități exprimă meritul individual. Din contra, o persoană poate tranzacționa valorificând informații care nu au fost expuse (*non-public information*). Dacă asemenea operațiuni ar fi permise, la momentul cunoașterii lor investitorii vor considera că încrederea în piață le-a fost înșelată și nu ar mai investi. Aceasta ar afecta nu numai funcționalitatea pieței, ci însăși rațiunea ei de a exista – atragerea și afectarea capitalurilor.

Efectele negative ale operațiunilor de „*insider trading*” (sau „*insider dealing*”)⁴ se produc în trei planuri:

- în planul general, al pieței financiare, afectând încrederea investitorilor și funcționarea pieței;
- în plan concret, al părților participante la tranzacție (se poate produce un prejudiciu patrimonial);
- în planul imaginii companiei a cărei valori sunt cotate pe piață (reputația acesteia ar putea fi grav afectată ca urmare a necontrolării fluxului informațional).

3. Noțiunea de tranzacție bazată pe informații privilegiate⁵

Conform art. 2, pct. 1, alin. 1 din Directiva 2003/6/CE, statele membre trebuie să stipuleze în legislația națională interdicția pentru orice persoană care deține informații privilegiate de a folosi aceste informații prin dobândirea sau înstrăinarea de instrumente financiare la care informațiile se referă ori prin încercarea de a realiza asemenea tranzacții, pe cont propriu sau pe contul unei terțe persoane, direct ori indirect⁶.

Totodată, după cum este prevăzut în art. 3 din Directivă, statele membre trebuie să aibă în vedere și interdicția ca orice persoană care deține informații privilegiate:

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

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

⁴ Denumiri consacrate în literatura de limbă engleză pentru tranzacțiile bazate pe informații privilegiate.

⁵ Pentru o analiză comparativă și pentru reglementarea SUA, a se vedea Marc I. Steinberg, *International Securities Law*, Kluwer Law International, 1999, pp. 105-147; *Idem*, *Understanding Securities Law*, Ediția a doua, 1999, Matthew & Bender, pp. 267-285; Detlev F. Vagts, *Securities Regulation – An Introduction*, Encyclopedia of Comparative Law, Volumul XIII - Business and Private Organizations, Capitolul 10, pp. 25-29. Trebuie menționat că în august 2000, *Securities and Exchange Commission (SEC)* din SUA a adoptat noi reguli privind *insider trading* (intrate în vigoare în octombrie 2000). Prin Regula 10b5-1, SEC a definit *insider trading* ca fiind orice tranzacție cu valori mobiliare realizată în condițiile în care persoana interesată în tranzacție (parte a tranzacției sau nu) cunoaște informații substanțiale care nu au fost făcute publice și prin aceasta încalcă obligația sa de păstrare a confidențialității cu privire la aceste informații.

⁶ Această definiție a fost preluată și în dreptul român; art. 245 al. 1 din Legea nr. 297/2004 privind piața de capital prevede următoarele: „Se interzice oricărei persoane care deține informații privilegiate să utilizeze respectivele informații pentru dobândirea sau înstrăinarea ori pentru intenția de dobândire sau înstrăinare, pe cont propriu sau pe contul unei terțe persoane, direct ori indirect, de instrumente financiare la care aceste informații se referă”.

4. Noțiunea de informație privilegiată (*inside information*)⁷

În înțelesul Directivei, prin *informație privilegiată* se înțelege o informație care îndeplinește următoarele patru condiții prevăzute în mod cumulativ:

- are o natură precisă,
- nu a fost făcută publică,
- se referă în mod direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți ori la unul sau mai multe instrumente financiare,
- dacă ar fi transmisă public, ar putea avea un impact semnificativ asupra prețului acelor instrumente financiare, sau asupra prețului instrumentelor financiare derivate cu care se află în legătură (art. 1, pct. 1, alin. 1).

În mod special, pentru persoanele răspunzătoare de executarea ordinelor privind tranzacționarea instrumentelor financiare, informația privilegiată înseamnă, totodată, informația de natură precisă, transmisă de un client, în legătură cu ordinele sale care nu au fost încă executate, referitoare în mod direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți ori la unul sau mai multe instrumente financiare, informație care, dacă ar fi făcută publică, ar putea avea efecte semnificative asupra prețului respectivelor instrumente financiare sau asupra prețului instrumentelor financiare derivate cu care se află în legătură (art. 1, pct. 1, alin. 3).

4.1. În vederea aplicării art. 1, pct. 1, alin. 1 din Directiva 2003/6/CE, prin Directiva Comisiei 2003/124/CE sunt aduse o serie de precizări cu privire la definirea informațiilor privilegiate.

Astfel, informația va fi considerată ca având o natură precisă (cu excluderea din această categorie a zvonurilor și a speculațiilor):

- dacă indică un set de circumstanțe care, fie există, fie se poate considera în mod rezonabil că vor exista, sau un eveniment care, fie a intervenit, fie se poate considera în mod rezonabil că va interveni și
- dacă este suficient de concretă și exactă pentru a putea conduce la o concluzie care ar putea fi trasă cu privire la anumite instrumente financiare.

Informația care, dacă ar fi transmisă public⁸, ar putea avea un impact semnificativ asupra prețului acelor instrumente financiare, sau asupra prețului

⁷ Pentru detalii, a se vedea *Insider trading – How jurisdictions regulate it*, Raport al *The Emerging Markets Committee* din cadrul *International Organization of Securities Commissions*, martie 2003, p. 2-7, disponibil la www.iosco.org.

⁸ Cu privire la informațiile care trebuie să fie divulgate, spre exemplu, conform art. 68, pct. 1, alin. 1, din Directiva 2001/34/CE, o companie cotate pe o piață de capital reglementată trebuie să informeze publicul cât mai repede cu putință despre orice noi dezvoltări majore în sfera sa de activitate care nu sunt informații publice și care ar putea, în virtutea efectelor asupra capitalului, obligațiilor, poziției financiare sau cursului general al afacerilor companiei, să conducă la schimbări substanțiale ale prețului acțiunilor companiei.

instrumentelor financiare derivate cu care se află în legătură, este aceea informație de natură a fi folosită ca parte a fundamentării deciziei investiționale a unui investitor obișnuit și diligent⁹.

4.2. În ceea ce privește obligația de divulgare a anumitor informații apreciem ca fiind utile o serie de precizări.

În primul rând, o informație care nu a fost făcută publică nu este în mod necesar o informație substanțială care nu a fost divulgată conform dispozițiilor Directivei 2003/124/CE și ale pieței reglementate pe care instrumentele financiare la care informația se referă sunt admise la tranzacționare sau pentru care o cerere în acest sens a fost realizată. Nici Directiva 2003/6/CE și nici Directivele de implementare nu definesc în mod explicit înțelesul noțiunii de informație care nu a fost făcută publică.

Din această perspectivă este utilă, credem, examinarea pe scurt a legislației din Marea Britanie. În legea privind serviciile și piețele financiare¹⁰, secțiunea 118, este folosită expresia „informație care nu este general disponibilă celor care folosesc piața” în contextul reglementării abuzului pe piață (și astfel, implicit, în legătură cu tranzacțiile bazate pe informații privilegiate, ca parte componentă). Totodată, o altă lege – *Criminal Justice Act* (1993) – definește infracțiunea de tranzacționare pe bază de informații privilegiate (în secțiunea 52) și noțiunea de informație privilegiată (în secțiunea 56) într-un mod asemănător cu cel regăsit ulterior în Directiva 2003/6/CE.

În secțiunea 56 sunt precizate cazurile în care o informație privilegiată este făcută publică sau este considerată ca făcută publică:

- dacă informația este publicată, conform regulilor pieței reglementate, cu scopul informării investitorilor și a consultantilor lor profesioniști;
- dacă informația este conținută în documente care, în virtutea oricărei obligații, sunt oferite spre verificare publicului;
- dacă informația poate fi prompt dobândită de către persoanele susceptibile a tranzacționa cu orice valori mobiliare la care informațiile se referă sau cu orice valori emise de o companie la care informațiile se referă;
- dacă informația rezultă dintr-o informație care a fost făcută publică.

De asemenea sunt precizate și cinci situații în care informațiile sunt tratate ca fiind făcute publice:

⁹ În sistemele de drept ale SUA și Marii Britanii, în scopul aprecierii dacă o anumită conduită este ilicită este invocat testul participantului obișnuit la piața de capital (“*the regular user test*”). Pentru Marea Britanie, a se vedea Kern Alexander, *Insider dealing and market abuse: Financial Services and Markets Act 2000*, decembrie 2001, p. 26-29, disponibil la <http://www.cbr.cam.ac.uk>.

¹⁰ *The Financial Services and Markets Act* (FSMA) a fost adoptată în anul 2000 și a intrat în vigoare în anul 2001.

- dacă informațiile pot fi dobândite de către cei interesați doar în baza eforturilor lor sau a cunoștințelor lor;
- dacă informațiile au fost comunicate doar unei anumite categorii de public și nu publicului în general;
- dacă informațiile pot fi dobândite doar prin constatare;
- dacă informațiile sunt comunicate doar ca urmare a plății unei anumite sume sau taxe;
- dacă informațiile sunt publicate numai în afara Marii Britanii.

Din dispoziții examinate se poate deduce că noțiunea de informație care a fost făcută publică are o sferă de cuprindere mai largă decât cea de informație care a fost public divulgată în înțelesul directivelor invocate sau eventual al legilor naționale aplicabile. Din punct de vedere juridic, categoria informațiilor privilegiate include categoria informațiilor cu privire la care este obligatorie divulgarea conform procedurilor specifice.

4.3. În ceea ce privește obligația de divulgare a informațiilor privilegiate, Directiva 2003/6/CE stipulează în art. 6 pct. 1 că statele membre trebuie să se asigure că emitenții de instrumente financiare informează publicul cât mai repede posibil cu privire la informațiile privilegiate care îi privesc. O formă de concretizare a acestei obligații, impusă chiar de Directivă, este postarea informațiilor pe site-urile internet ale emitenților. Cu privire la aceste aspecte Directiva 2003/124/CE face referire expresă la necesitatea aplicării art. 102 alin. 1 și 103 din Directiva 2001/34/CE¹¹.

Nu este indiferentă nici maniera în care informațiile sunt făcute publice. Este important ca emitentul să le divulge astfel încât să se asigure un acces rapid și complet, o evaluare corectă și în timp util a informațiilor de către public. Totodată, emitentul nu trebuie să combine, într-o manieră de natură să inducă în eroare, informațiile privilegiate cu aspecte care țin de activitatea sa de marketing. Spre exemplu, o companie trebuie să informeze publicul fără întârziere asupra oricăror schimbări privind drepturile pe care le presupun diferitele categorii de acțiuni și asupra oricăror schimbări în structura acționariatului. De asemenea, un emitent trebuie să informeze prompt publicul

¹¹ În aceste prevederi sunt specificate cerințele privind publicarea și comunicarea anumitor informații după ce s-a realizat cotarea (cum ar fi rapoartele semestriale sau anuale, bilanțurile contabile anuale etc.). Informațiile pe care emitentul unei valori mobiliare cotate oficial în unul sau mai multe state membre este obligat să le pună la dispoziția publicului trebuie publicate în unul sau mai multe ziare distribuite în respectivul stat sau respectivele state membre, eventual în alte modalități expres prevăzute sau autorizate de autoritatea competentă (care, în toate cazurile, trebuie să primească informațiile simultan cu divulgarea lor către public). De asemenea, la diseminarea informațiilor în statele membre trebuie să se țină cont de limba oficială sau de limba în general utilizată în sfera finanțelor și acceptată de autoritatea competentă.

despre intervenirea unor circumstanțe sau a unui eveniment, chiar dacă acestea nu au fost încă oficial constatate. Orice schimbări semnificative privind informațiile deja făcute publice, odată ce au intervenit, trebuie să fie, la rândul lor, rapid divulgate în aceeași modalitate care a fost folosită pentru relevarea informațiilor originale.

4.4. Un alt aspect important al divulgării informațiilor privilegiate este acela că aceasta trebuie sincronizată pe cât posibil față de toate categoriile de investitori și în toate statele membre în care emitenții respectivi au cerut sau li s-a aprobat admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată.

Pe de altă parte, trebuie subliniat că publicarea informațiilor privilegiate nu va anula neapărat avantajul pe care deținătorii inițiali îl aveau. Aceasta deoarece piața are, de regulă, nevoie de timp pentru a absorbi informațiile. Este general acceptat că pe piețele financiare prețul valorilor mobiliare nu se ajustează imediat în raport de conținutul informațiilor proaspăt anunțate¹². În consecință, spre exemplu, legislația în domeniu a SUA valorifică această realitate prin impunerea obligației pentru persoanele inițiate de a nu tranzacționa înainte ca piața să asimileze informațiile¹³.

4.5. În mod excepțional, conform art. 6 din Directiva 2003/6/CE, un emitent poate ca, pe răspunderea sa, să amâne divulgarea către public a unor informații privilegiate pentru a nu aduce atingere intereselor sale legitime, cu condiția ca o asemenea amânare să nu fie de natură să inducă publicul în eroare și numai dacă emitentul este capabil să asigure confidențialitatea informațiilor. În plus, este necesar ca emitentul să informeze fără întârziere autoritatea națională competentă cu privire la decizia de a amâna relevarea anumitor informații privilegiate.

În concret, art. 3 din Directiva 2003/124/CE enumeră cu titlu exemplificativ, două categorii de situații când se poate justifica amânarea divulgării unor informații:

a) în cazul unor negocieri în desfășurare, dacă premisele acestor negocieri ar putea fi afectate de divulgarea publică a existenței lor. În mod particular, în cazul în care viabilitatea financiară a emitentului este în pericol grav și iminent (fără a fi cazul aplicării legilor privind insolvența), divulgarea publică a informațiilor poate fi amânată pentru o perioadă determinată de timp atunci când o astfel de divulgare ar pune în pericol real interesul acționarilor existenți și potențiali prin subminarea anumitor negocieri menite să asigure acoperirea financiară pe termen lung a emitentului;

¹² Kern Alexander, *op. cit.*, p. 17.

¹³ *Ibidem*, nota 45.

b) în cazul deciziilor care au fost luate sau a unor contracte semnate de administrația unui emitent care necesită aprobarea unui alt organ al emitentului pentru a putea fi puse în aplicare, atunci când organizarea emitentului presupune existența acestor organe separate și cu condiția ca divulgarea publică a informațiilor înainte ca aprobarea să intervină, împreună cu anunțarea simultană a faptului că aprobarea trenează, să fie de natură a pune în pericol evaluarea corectă a informației de către public.

Textul directivei încurajează emitenții în folosirea așa-numitelor „ziduri chinezești” în organizarea propriei activități¹⁴.

Mai precizăm că este general acceptat și consacrat legal că informația care poate fi obținută prin cercetare sau analiză efectuate de participanții pe piață sau în folosul acestora va fi privită ca fiind în general disponibilă pentru piață. Uneori, diseminarea unor astfel de informații ar putea constitui o activitate de manipulare a pieței.

5. Subiectul activ – persoana inițiată

Conform prevederilor Directivei, prin orice persoană se înțelege:

- orice persoană fizică sau juridică care deține informații privilegiate:
 - a) în calitatea sa de membru al consiliului de administrație sau al structurilor manageriale sau de supraveghere ale emitentului;
 - b) ca urmare a deținerilor acestora la capitalul social al emitentului;
 - c) prin exercitarea funcției, profesiei sau a sarcinilor de serviciu;
 - d) în mod ilegal sau fraudulos, urmare a activităților infracționale.
- și orice alte persoane care dețin informații privilegiate, în condițiile în care respectivele persoane cunosc sau ar fi trebuit să cunoască faptul ca acele informații sunt privilegiate.

Excepția o constituie cazul persoanei care, angajată fiind în astfel de tranzacții, avea o obligație contractuală de a dobândi sau înstrăina instrumente financiare, iar contractul a fost încheiat înainte ca persoana respectivă să primească informațiile privilegiate.

5.1. Spre deosebire de Directiva din 1989, în noua definiție a persoanei inițiate necesitatea conștientizării acționării ca inițiat a fost suprimată; de

¹⁴ „Chinese Walls” este o expresie care desemnează măsurile de protecție și de închidere a circuitului informațiilor privilegiate prin „izolarea” inițiatorilor și controlul strict al exercitării competențelor departamentelor din cadrul emitentului de instrumente financiare. Presupun interzicerea accesului la informațiile privilegiate oricăror alte persoane care nu au nevoie de respectivele informații pentru exercițiul atribuțiilor de serviciu sau profesionale în interiorul emitentului.

asemenea, s-a renunțat la distincția între tranzacțiile efectuate printr-un intermediar profesionist și cele realizate direct.

În literatura de specialitate este în general acceptată distincția între persoanele inițiate primare și cele secundare.

Persoana inițiată primară (*primary insider*) este acea persoană care prin statutul său sau prin natura profesiei ia cunoștință de informația privilegiată în mod direct, de la sursa originară. Sunt considerate a fi asemenea persoane directorii, angajații sau acționarii unui emitent de valori mobiliare sau orice altă persoană care dobândește informația ca urmare a exercitării atribuțiilor sau activității sale. Sancțiunile impuse inițiaților primari sunt de regulă mai severe decât cele aplicabile celor secundari¹⁵.

O categorie specială de persoane inițiate primare sunt profesioniștii (de regulă liberii profesioniști), care nu sunt angajați ai emitentului la care se referă informația privilegiată („*outside insiders*”), dar care au acces la aceasta în virtutea serviciilor pe care le furnizează companiei. Este vorba de avocați, contabili, consultanți, bancheri etc.¹⁶, persoane care pot influența deciziile emitentului și care au cunoștințe suficiente pentru a înțelege semnificația activităților întreprinse de către companie¹⁷.

Persoanele inițiate secundare (*secondary insiders*) sunt cele care primesc informația de la alte persoane și nu direct de la sursa originară. Aceste persoane primesc informația divulgată de către un inițiat primar în mod direct sau printr-un intermediar (indirect). De asemenea, ei pot lua cunoștință despre informație în mod accidental¹⁸, sau ca urmare a desfășurării unor activități frauduloase, premeditate¹⁹.

¹⁵ În unele sisteme naționale inițiații primari sunt prezumați a avea acces (și că dețin) informații privilegiate, aspect considerat de natură să facă aplicarea reglementărilor mai rapidă și mai eficientă.

¹⁶ Aceștia mai sunt numiți și inițiați temporari, ocazionali (*temporary* sau *constructive insiders*).

¹⁷ Conform legislației din SUA, noțiunea de inițiat primar presupune existența relației de încredere, obligației de fidelitate a anumitor persoane care desfășoară o activitate pentru o companie, față de aceasta.

¹⁸ Un inițiat ocazional sau accidental este o persoană care deși nu are acces la sursa originară de informații privilegiate și nici nu a fost informat de un inițiat primar sau secundar, totuși ia cunoștință de asemenea informații ca urmare a unor circumstanțe speciale (aude o conversație telefonică, primește un email sau un fax care i-au fost trimise în mod eronat, găsește documente confidențiale într-un coș pentru hârtii etc.).

¹⁹ Este vorba în principal de remiterea (oneroasă) a unor informații privilegiate de către un inițiat unei alte persoane („*tippers*” or „*tippees*”) cu scopul de a o determina să tranzacționeze pe baza lor astfel încât ambele părți să dobândească un profit material. Se mai folosește și termenul „*secondary tippers*”, categorie de persoane care primesc contra cost informații privilegiate, dar nu de la un inițiat primar ci de la unul secundar.

Având în vedere particularitățile acestui circuit al informațiilor, în mod expres prin Directiva 2003/6/CE este interzisă tranzacționarea pe bază de informații privilegiate de către persoanele fizice care iau parte la procesul decizional de a tranzacționa pe contul unei persoane juridice.

5.2. Câteva precizări se impun și cu privire la categoria persoanelor care dețin informații privilegiate și cunosc sau ar fi trebuit să cunoască faptul ca acele informații au caracter privilegiat.

Cu privire la acest aspect, când autoritatea competentă cercetează dacă o tranzacție este bazată pe informații privilegiate, apreciem că nu trebuie să dovedească că persoana știa că informația are o natură privilegiată. Apare esențială doar dovedirea deținerii informației la momentul realizării tranzacției. Se poate observa că trei dintre condițiile informației privilegiate sunt intrinseci: natura precisă, că se referă în mod direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți ori la unul sau mai multe instrumente financiare, și că, dacă ar fi transmisă public, ar putea avea un impact semnificativ asupra prețului acelor instrumente financiare, sau asupra prețului instrumentelor financiare derivate cu care se află în legătură.

În ceea ce privește condiția de a nu fi fost făcută publică, din punct de vedere intențional este irelevant dacă persoana nu a cunoscut aceasta din moment ce caracterul public poate fi ușor verificat. Mai mult, dacă avem în vedere natura sursei informației, verificarea ar trebui făcută de către orice persoană cu minimă diligență care tranzacționează sau recomandă altei persoane să tranzacționeze pe bază de informații privilegiate. Oricum, faptul că o persoană care deține informații ar trebui să știe că sunt privilegiate rezultă, de regulă, din sursa informației (poate fi o persoană inițiată) și/sau, eventual, din calitățile, experiența sau poziția persoanei în relația sa cu piața.

6. Noțiunea de instrument financiar

Prin Directiva 2003/6/CE, avându-se în vedere dezvoltarea și diversificarea produselor piețelor de capital, termenul de valori mobiliare a fost înlocuit de categoria mai largă a instrumentelor financiare. Această din urmă noțiune este corelată ca și conținut cu instrumentele listate în Anexa B a Directivei 93/22/CEE privind serviciile de investiții, acestora adăugându-li-se și produsele derivate pe mărfuri.

În înțelesul Directivei, în categoria instrumentelor financiare sunt incluse:

a) valori mobiliare (așa cum acestea sunt clasificate în Directiva 93/22/CEE privind serviciile de investiții – acțiuni emise de societăți comerciale și alte valori mobiliare echivalente ale acestora, negociate pe piața de capital; obligațiuni și alte titluri de creanță, inclusiv titlurile de stat cu scadență mai mare

de 12 luni, negociabile pe piața de capital; orice alte titluri negociate în mod obișnuit, care dau dreptul de a achiziționa respectivele valori mobiliare prin subscriere sau schimb, dând loc la o decontare în bani, cu excepția instrumentelor de plată);

- 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;
- f) *swap*-uri pe rata dobânzii, pe curs de schimb și pe acțiuni;
- g) opțiuni pe orice instrument financiar dintre cele de mai sus, 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;
- 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;

7. Control și sancționare

Statele membre au obligația de a lua măsuri adecvate pentru respectarea prevederilor Directivei, inclusiv stipularea în legislațiile naționale a unor sancțiuni de natură administrativă și penală împotriva persoanelor fizice sau juridice responsabile. Este necesar ca aceste măsuri să fie efective, proporționate și preventive.

Tranzacțiile efectuate pe bază de informații privilegiate sunt nule *ope legis*; răspunderea contractuală este substituită de răspunderea delictuală, aceasta din urmă urmând a se cumula, uneori doar cu răspunderea administrativă și, de cele mai multe ori, cu răspunderea penală.

Directiva 2003/6/CE impune ca fiecare stat membru să desemneze o unică autoritate administrativă competentă să asigure aplicarea prevederilor acesteia. Acestei autorități este necesar să îi fie conferite toate competențele privind supravegherea, controlul și investigarea faptelor, fie direct, fie în colaborare cu alte autorități. Aceste competențe trebuie să includă cel puțin următoarele drepturi: de a avea acces la orice document în original și de a primi copii; de a solicita informații de la orice persoană și, dacă este necesar, de a lua declarații; de a întreprinde inspecții „on-site”; de a solicita orice înregistrare a apelurilor telefonice sau înregistrări ale traficului de date; de a indisponibiliza sau sechestra bunuri; de a interzice temporar exercitarea unei activități.

Autoritățile competente din statele membre trebuie să coopereze între ele ori de câte ori este necesar pentru a-și îndeplini atribuțiile. Autoritățile trebuie să acorde, la cerere, asistență autorităților competente din alte state membre. În mod special ele vor schimba informații și vor coopera în activitatea de cercetare. De asemenea, o autoritate competentă a unui stat membru poate solicita ca o investigație să fie efectuată de către autoritatea competentă a unui alt stat membru, pe teritoriul acestuia din urmă. În acest sens poate fi delegat personal care să asiste personalul autorității statului solicitat pe timpul duratei cercetărilor.

8. Scurte considerații privind actuala relementare a tranzacțiilor bazate pe informații privilegiate în dreptul românesc

Conform art. 245 al. 1 din Legea nr. 297/2004 privind piața de capital *se interzice oricărei persoane care deține informații privilegiate să utilizeze respectivele informații pentru dobândirea sau înstrăinarea ori pentru intenția de dobândire sau înstrăinare, pe cont propriu sau pe contul unei terțe persoane, direct ori indirect, de instrumente financiare la care aceste informații se referă.*

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

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

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

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

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

Și expresia „*a utiliza informațiile*” dezvăluie mai multe perspective de interpretare:

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

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

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

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

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

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

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

Se poate remarca faptul că între modalitățile concrete ale utilizării informațiilor privilegiate în sensul art. 245 și faptele interzise prin art. 246 există o anumită congruență, eventual o relație de tipul întreg-parte. Mai mult, relațiile sociale care se dorește a fi apărate sunt, în principiu, aceleași.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Relativ la expresia „*instrumente financiare la care informațiile privilegiate se referă*” trebuie arătat că, de regulă, informațiile se referă la instrumente financiare doar indirect. În mod direct, informațiile vizează emitentul instrumentelor financiare, activitatea și perspectivele acestuia. Relațiile privind activitatea și imaginea companiei listate pe o piață influențează

direct prețul valorilor mobiliare primare emise de aceasta (în special acțiunile și obligațiunile), și, prin intermediul acestora, pe cele derivate (contractele *futures*, opțiunile pe instrumente financiare) sau instrumentele de tip sintetic (cum sunt indicii bursieri).

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

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

9. Considerații finale

În mod cert, necesitatea interzicerii efectuării de tranzacții bazate pe informații privilegiate este o realitate recunoscută la nivel național și internațional. Această realitate este încă exprimată în diferite moduri în cadrul sistemelor naționale de drept.

Într-o mare măsură legislația din Marea Britanie a inspirat Directiva 2003/6/CE. Într-un domeniu extrem de dinamic, în care activitățile ilegale pot avea forme extrem de variate, probabil cea mai adecvată soluție este cea adoptată în *common law*: interdicția formulată în termeni generali este dublată de competențe extinse ale instituțiilor și judecătorilor (în scopul de a se putea avea o reacție rapidă și eficientă la evoluția și noile forme pe care le îmbracă abuzul pe piață). Dreptul continental apare mai inflexibil prin incriminarea unor comportamente și forme strict determinate.

Abuzul pe piață în oricare din formele sale (și în mod special tranzacțiile bazate pe informații privilegiate) este în strânsă legătură cu tranzacțiile de instrumente financiare, cu stabilitatea și dezvoltarea economică. Chiar dacă se remarcă anumite diferențe între diferite sisteme naționale de drept, majoritatea legiuitorilor au încercat să dea un răspuns la câteva întrebări esențiale: ce este informația privilegiată, ce categorii de persoane trebuie considerate a fi inițiate, ce tipuri de activități care presupun utilizarea informațiilor privilegiate trebuie interzise, la ce măsuri și sancțiuni ar trebui să se apeleze. Din această perspectivă, Directiva 2003/6/CE constituie un semnificativ pas înainte. Un pas

către realizarea unui deziderat mai vechi: o piață financiară europeană unică bazată pe principiile transparenței și integrității.

- Abstract -

The study aims to provide a short presentation of new general legal framework in EU concerning insider trading as a part of market abuse.

The general legal framework in EU concerning financial market abuse is constituted by Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse). Also, the later Commission Directive 2003/124/EC implementing Directive 2003/6/EC as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation have to be observed especially when analysing the definition of market abuse and insider dealing. Have to be noted that they are also relevant in that field mainly Commission Directive 2003/125/EC implementing Directive 2003/6/EC as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest, Commission Regulation No 2273/2003 implementing Directive 2003/6/EC as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments. A complete analysis will take into account and the Directive 2001/34/EC on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities as it was modified by Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC.

Market abuse consists of insider dealing and market manipulation. The objective of legislation against insider dealing is the same as that of legislation against market manipulation: to ensure the integrity of Community financial markets and to enhance investor confidence in those markets. Thus there have been adopted combined rules to combat both insider dealing and market manipulation. Directive 2003/6/EC aim to ensure throughout the Community the same framework for allocation of responsibilities, enforcement and cooperation.

As it is laid down in art. 2, p. 1, sp. 1 of Directive 2003/6/EC, member states shall disallow any person who possesses inside information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates (this regulation was assimilated in Romanian Law no. 297/2004 regarding capital market - art. 245, alin. 1).

Rigorously, the main directive and the implementing directives are bringing out into relief the meanings of some very important terms: inside information, insider, financial instruments etc.

Inside information is legally defined as an information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made

public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.

In the sense of Directive, insider can be considered any natural or legal person who possesses inside information by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer, of his holding in the capital of the issuer, of his having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties or by virtue of his criminal activities. Also, insider is any other person, who possesses inside information while that person knows, or ought to have known, that it is inside information.

It is generally accepted the distinction between the primary and the secondary insider. The *primary insider* is a person who has direct knowledge of inside information. He usually obtains it through being a director, employee or shareholder of an issuer of securities or any person who has information because of his employment or office. The *secondary insider* is a person who learns inside information from an inside source. He obtains it either directly or indirectly from a primary insider.

It seems to be important to understand the practical meaning of “*person who possesses inside information while that person knows, or ought to have known, that it is inside information*”.

Consequently, from this point of view, when the competent authority is investigating if an undertaken transaction would amount to insider dealing, it must not be proved the alleged person knew that the used information has an inside nature. It appears essentially to prove the possession. Definitely, three of the legal features of inside information (first, third and fourth) are intrinsic and the possession of information implies the knowledge of them. About the second characteristic of inside information, “has not been made public”, it becomes irrelevant that the person didn’t know that, insofar as the fact of being public information can be easily verified. Furthermore, observing the nature of the information source, the verification has to be done by a minimum diligent person who deals, recommends or induces another person to transact on the basis of inside information. “Ought to be known” means that it is enough for the judge to observe the source of inside information (which can be an inside one) and/or, eventually, the qualities and the experience or the position of the alleged person in relation with the market (a retail investor, an investments firm, an official etc.).

Definitely, the need of prohibiting insider dealing is a reality. This reality is still expressed by national law systems in different ways. In part, UK laws inspire the directive 2003/6/EC. In an extremely dynamic field, where the unjust behaviours are insidious and very mobile, probably the most adequate solution is that preferred by common law: a prohibition in quasi-general terms which finally is augmenting the powers of the regulators and of judges (in pursuit of having a quick reaction at the evolution and new forms of market abuse). Naturally, the continental law is more inflexible and it prefers to incriminate *a priori* strictly individualised behaviours. Thus, the “reasonable investor” test can be applied only in order to determine the price sensitivity of inside information, while, in the more realistical UK law, the “regular user” test is directly regarding the forbidden conduct.

Market abuse, in any of its prohibited forms (and, particularly, as insider dealing), is an offence what strongly relates with the securities transactions on regulated financial markets. The offences consist in transacting or in preparing transaction. Finally, these transactions are null *ope legis* and the contractual liability is substituted by delictual liability which will be cumulated rarely only with administrative responsibility and most often at least with the criminal one.