Revista Moldovenească de Drept Internaţional şi Relaţii Internaţionale /
Moldavian Journal of International Law and International Relations /
Молдавский журнал международного права и международных отношений

2015, Issue 1, Volume 35, Pages 19-33.
ISSN 1857-1999
Submitted: 16. 11. 2014 | Accepted: 15.03. 2015 | Published: 30.03. 2015

DREPT INTERNAŢIONAL PRIVAT
PRIVATE INTERNATIONAL LAW
МЕЖДУНАРОДНОЕ ЧАСТНОЕ ПРАВО

EVOLUȚIA REGLEMENTĂRILOR ÎN DOMENIUL UTILIZĂRII ABUZIVE A INFORMAȚIEI CONFIDENȚIALE PE PIAŢA DE CAPITAL ÎN SUA

ЭВОЛЮЦИЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ США

EVOLUTION OF THE INSIDER TRADING REGIME IN THE USA

BĂIEŞU Aurel / БЭЕШУ Аурел / BAIESU Aurel*
ŢURCAN Corina** / ЦУРКАН Корина / TURCAN Corina

ABSTRACT:
EVOLUTION OF THE INSIDER TRADING REGIME IN THE USA

This paper provides an overview of the insider trading regime evolution in the United States, starting with the beginning of the 20th century and up to recent days. Since the USA remains the world's largest capital markets, being also one of the first jurisdictions to prohibit insider trading and to most energetically enforce this prohibition, studying the policy underpinnings and legal doctrines of the US regime will provide a solid foundation for any further research of insider trading regulations across the countries. The evolution of insider trading regulation in the US was shaped by the judicial practice; it was a process more closely akin to common law adjudication rather than statutory interpretation, leading thus, sometimes, to surprising outcomes moulded by judicial creativity into desired policy objectives.

Keywords: *capital market; confidential information; insider trading; equal access theory; classical theory; misappropriation theory; fiduciary relationship.*

JEL Classification: K33, K12, F53.

REZUMAT**:**
EVOLUȚIA REGLEMENTĂRILOR ÎN DOMENIUL UTILIZĂRII ABUZIVE A INFORMAȚIEI CONFIDENȚIALE PE PIAŢA DE CAPITAL ÎN SUA

* **BĂIEȘU Aurel** – Doctor habilitat în drept, conferențiar universitar, Universitatea de Stat din Moldova; judecător la Curtea Constituțională (Chișinău, Republica Moldova). / **БЭЕШУ Аурел** – Доктор юридических наук, доцент, Молдавский государственный университет; Судья Конституционного суда (Кишинев, Республика Молдова). / **BAIESU Aurel** – Doctor of law, Associate Professor, Moldova State University, Judge at the Constitutional Court (Chisinau, The Republic of Moldova).

** **ȚURCAN Corina** - Magistru în drept (Central European University, Budapesta, Ungaria), șef al Direcției Legislație și Drept Internațional, Departamentul Juridic, Banca Națională a Moldovei (Chișinău, Republica Moldova). / **ЦУРКАН Корина** - Магистр права (Central European University, Будапешт, Венгрия), директор управления законодательства и международного права, юридический департамент, Национальный Банк Молдовы (Кишинев, Республика Молдова). / **TURCAN Corina** – LLM (Central European University, Budapest, Hungary); Head of the Legislation and International Law Division, Legal Department, National Bank of Moldova (Chisinau, The Republic of Moldova).

Prezentul articol are drept obiectiv prezentarea sumarizată a evoluției regimului juridic a utilizării informației confidențiale pe piața de capital a SUA, de la începutul secolului XX și pînă în prezent. SUA rămîne în continuare una dintre cele mai mari piețe de capital din lume, fiind și printre primele jurisdicții care a interzis utilizarea abuzivă a informației confidențiale pe această piața și care a urmărit cu multă consecvență implementarea acestei interdicții. În acest context, înțelegerea politicilor și a doctrinelor legale care au stat la baza regimului juridic al utilizării informației confidențiale pe piața de capital a SUA constituie o premisă importantă pentru cercetarea reglementărilor corelate din alte jurisdicții. Evoluția acestui regim juridic a fost modelată, în principal, de decizii ale instanțelor de judecată; această particularitate a condus, deseori, la soluții surprinzatoare, mulate prin exerciții de creativitate judiciară pe obiectivele politicilor promovate pe piața de capital.

Cuvinte-cheie : *piața de capital; informație confidențială; utilizare abuzivă a informației; teoria accesului egal la informație ; teoria clasică; teoria însușirii ilegale a informației; relații fiduciare.*

JEL Classification: K33, K12, F53.
CZU: 341.9, 341.924, 341.983.42.

РЕЗЮМЕ:

ЭВОЛЮЦИЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСАЙДЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ США

В настоящей статье представлена эволюция правового регулирования использования инсайдерской информации на фондовом рынке США, с начала XX – го века до наших дней. США остаются одним из самых больших фондовых рынков в мире и являются одной из первых юрисдикций которая запретила неправомерное использование инсайдерской информации на данном рынке, а также активно внедряет этот запрет. В связи с этим, понимание тех теорий и принципов, которые определяют правовой режим использования инсайдерской информации на фондовом рынке США, является значительным условием для исследования соответствующих правовых норм в других юрисдикциях. Эволюция данного правового режима была определена юриспруденцией; эта особенность в ряде случаев привела к необычным решениям, приспособленными креативностью судей к политике, проводимой на фондовом рынке.

Ключевые слова: *фондовый рынок; инсайдерская информация; неправомерное использование информации; теория одинакового доступа к информации; классическая теория; теория неправомерного присвоения информации; фидуциарные отношения.*

JEL Classification: K33, K12, F53.
УДК: 341.9, 341.924, 341.983.42.

Prin prezentul articol ne propunem sa realizăm o analiză succinta a evoluției regimului juridic al utilizării informației confidențiale pe piața de capital a Statelor Unite ale Americii (SUA). Un asemenea demers este util și necesar în vederea înțelegerii fundamentelor teoretice ale reglementărilor corelate din Republica Moldova, având în vedere faptul că în martie 2015 va fi abrogată Legea Nr. 199 din 18.11.1998 cu privire la piața valorilor mobiliare și va fi pusă în deplină aplicare Legea Nr. 171 din 11.07.2012 privind piața de capital. SUA au fost printre primele jurisdicții care au interzis utilizarea abuzivă a informației confidențiale pe piața de capital și au fost foarte eficiente în implementarea acestei prohibiții. În absența unor reglementări normative explicite, regimul juridic al acestui fenomen a fost conturat, cu preponderență, prin decizii ale instanțelor de judecata, care au dezbătut amplu natura juridica și fundamentele economice ale utilizării informației pe piața de capital în încercarea de a-i da o încadrare juridică. Examinarea turnurilor care au marcat traseul sinuos al reglementărilor în acest domeniu în SUA constituie obiectivul prezentei lucrări.

Încheierea actelor juridice în temeiul unor informații deținute în exclusivitate de una dintre părțile contractante nu reprezintă, în principiu, un act reprobabil. Doar anumite particularități - cum sunt, *inter alia*, statutul distinct al părții ce deține informația confidențială, modalitatea în care a fost obținută această informație, piața pe care sunt

încheiate respectivele acte și politicile promovate pe această piață - fac din asimetria de informații un fenomen care justifică intervenția legiuitorului. În SUA (spre deosebire de familiile legale romane, spre exemplu, care sunt mai protectoare fata de părți) viziunea prevalentă, derivată din individualismul robust al secolului XIX, a fost că fiecare parte urmează să obțină de sine stătător informația relevantă pentru încheierea actului juridic[1]. Tradițional, era sancționat doar dolul care consta din fapte comisive (afirmații false, inducerea în eroare a contrapărții); simpla omisiune de a furniza contrapărții anumite informații, fie ele și de o importanță substanțială pentru încheierea actului juridic, nu era penalizată decât atunci, când între părți existau anumite relații speciale, care justificau așteptările părților privind o dezvăluire și transparență maximă în procesul de negociere și încheiere a actelor juridice.

Printre primele tranzacții încheiate prin abuz de informații confidențiale pe piața de capital, supuse examinării de către instanțele de judecată au fost cele încheiate între administratorii societăților comerciale și deținătorii de cote-părți /acțiuni ale acestora[2]. Deși contestată, doctrina predominantă statua că relațiile dintre administratorii întreprinderii și acționari erau guvernate de reglementările aplicabile instituției juridice a mandatului, ceea ce presupunea existența unor relații fiduciare între aceștia[3]. În același timp, important de reținut, până la începutul secolului XX această doctrină se aplica numai în ceea ce privește proprietatea sau activitatea întreprinderii și nu se extindea asupra tranzacțiilor încheiate între acționari și administratori din nume și cont propriu (și nu în calitatea lor de reprezentanți ai întreprinderii)[4]. Prin urmare, administratorii puteau desfășura operațiuni cu acționarii, utilizând nestingherit informațiile confidențiale la care au căpătat acces în virtutea funcției deținute, profitând astfel de asimetria de informație[5].

Prohibiția modernă a început a prinde contur ca urmare a deciziei Curții Supreme a Georgiei din 1903 în cazul *Oliver v. Oliver*. În acest caz, instanța a statuat că, atunci când administratorul, ca urmare a funcției pe care o deține, intră în posesia informațiilor ce conferă valoare adăugată acțiunilor întreprinderii, el va poseda aceste informații în numele și în beneficiul acționarilor (extinzând, astfel, relațiile de mandat asupra acestor cazuri). Corespunzător, administratorului îi revine obligația de a dezvălui aceste informații, atunci când încheie cu acționarii acte juridice care au drept obiect aceste acțiuni. Această soluție judiciară a fost urmată și de instanțele altor state ale SUA (Kansas, în *Stewart v. Henry*, 1904; New York, în *Von Au v. Magenheimer*, 1908). Curtea Supremă de Justiție a Statelor Unite nu a validat această teorie și a înaintat o soluție de compromis. Astfel, în cazul *Strong v. Repide*, soluționat în 1909, instanța federală supremă a infirmat existența, în principiu, a obligației administratorilor de a dezvălui informațiile de importanță materială atunci când încheie cu acționarii acte juridice ce au drept obiect acțiunile întreprinderii, însă a stabilit că în anumite „circumstanțe speciale" această obligație ia naștere. Atragem atenție asupra faptului, că toate cazurile expuse *supra* au vizat acte juridice negociate și încheiate personal între părți. În acest sens, recunoașterea, chiar și nuanțată, a unor obligații care incumbau părților (administratori și acționari) în virtutea relațiilor fiduciare dintre acestea, pare întemeiată și firească. Primul caz major care a vizat tranzacțiile realizate pe o piață impersonală – la bursa – a fost cazul *Goodwin v. Aggassiz*, soluționat în 1933 de către Curtea

[1] Zweigert K., Kotz H. An Introduction to Comparative Law. Oxford: Oxford University Press, 2011, p. 426.

[2] Întru uniformizarea termenilor utilizați în prezentul articol, având deplina înțelegere a diferențelor legale, care, însă, sunt irelevante pentru scopurile cercetării noastre, cotele-părți din societățile comerciale vor fi desemnate cu termenul generic „acțiuni", deținătorii de cote-părți – „acționari", iar societatea comercială – întreprindere.

[3] Controversele deriva din teoria tradițională, conform căreia, în mod obișnuit, relații de mandat există între administratori și întreprindere, și doar în anumite cazuri este justificată penetrarea voalului corporativ și recunoașterea unor obligațiuni fiduciare între acționari și administratori. Clarence D. Laylin. The Duty of a Director Purchasing Shares of Stock. In: The Yale Law Journal. 1918, Vol. 27, No 6. [On-line]: http://www.jstor.org/stable/786479?seq=1#page_scan_tab_contents (Vizitat la: 01.02.2015); Wilgus, Horace LaFayette. Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder. In: Michigan Law Review. 1910, 8. [On-line]: http://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2099&context=articles. (Vizitat la: 01.02.2015).

[4] Wilgus H.L. *Op. cit.*, p. 1.

[5] A se vedea, spre exemplu, Carpenter v Danforth, 52 Barb. 581, 589 (N.Y. Sup. Ct. 1868), citat în nota 42 din decizia pe marginea cazului Wells v Shriver, 1921, decis de Curtea Suprema a Oklahomei. [On-line]: http://law.justia.com/cases/oklahoma/supreme-court/1921/35324.html (Vizitat la: 01.02.2015).

Supremă a statului Massachusetts. În acel caz, instanța a stabilit că administratorii întreprinderilor nu au nici o obligație de dezvăluire a informațiilor confidențiale privind întreprinderea atunci când efectuează tranzacții pe o piață impersonală (bursă).

Sumarizând, constatăm că până în anii 1933 – 1934, când au fost adoptate legile – cadru pentru piața de capital a SUA, utilizarea informațiilor confidențiale pe piața de capital nu beneficia de o reglementare expresă. Instanțele soluționau cazurile deferite acestora prin aplicarea principiilor generale pertinente încheierii actelor juridice civile sau răspunderii delictuale, iar deciziile pronunțate erau disparate și circumscrise particularităților fiecărui caz. Opinia majoritară, validată și de Curtea Supremă de Justiție a Statelor Unite, **nu a recunoscut** existența vreunei obligații de dezvăluire a informațiilor deținute de administratori în contextul încheierii actelor juridice ce aveau drept obiect acțiunile întreprinderilor administrate cu proprietarii acestora, cu excepția cazurilor, care în virtutea unor **circumstanțe speciale**, justificau impunerea unei asemenea obligații.

I. Norme aplicabile.

Reglementarea la nivel federal a utilizării informației confidențiale pe piața de capital a fost inițiată în 1933 şi 1934, când Congresul SUA a adoptat Legea Valorilor Mobiliare (*Securities Act*) şi, corespunzător, Legea Burselor de Valori (*Securities Exchange Act*), iar în anii 60 ai secolului XX a prins contur un sistem de reglementări complex în domeniu.

Ambele legi urmăreau două obiective fundamentale: protecția investitorilor pe piața de capital și asigurarea încrederii publicului în integritatea acestei piețe. Într-o exprimare plastică, Curtea Supremă de Justiție a SUA a remarcat că scopul acestor legi a fost de substitui filozofia „*caveat emptor*", dominantă în relațiile civile (pe piața de capital sau în afara acesteia), printr-o filozofie a transparenței maxime[6]. În același timp, nici una dintre respectivele legi nu interzice expres utilizarea informației confidențiale pe piața de capital. Nici interpretarea istorică a textelor de lege nu atestă intenția Congresului de a legifera o asemenea interdicție[7]. Regimul juridic al tranzacțiilor încheiate în temeiul acestei informații s-a conturat, cu preponderență, din interpretarea constructivă și chiar creativă de către instanțele de judecată a normelor din Secțiunea 10 (b) a Legii Burselor de Valori din 1934 și ale reglementărilor emise de Comisia Valorilor Mobiliare (*Securities Exchange Commission,* în continuare - *Comisia*) întru implementarea acestei Secțiuni, în particular Regula 10b-5. Aceste două texte legale sunt fundamentele pe care a fost clădită prohibiția modernă, completate cu alte câteva dispoziții normative pertinente acestui subiect.

a) Secțiunea 10 (b) din Legea Burselor de Valori și Regula 10b-5.

Secțiunea 10 (b) din Legea Burselor de Valori prevede că nici o persoană nu poate utiliza practici manipulatorii sau dolosive, în legătură cu tranzacţionarea valorilor mobiliare, care ar contraveni regulilor stabilite de către Comisia Valorilor Mobiliare întru protecţia publicului sau a investitorilor.

Aici reținem două lucruri importante. *Primo*: lipsa interdicției exprese de utilizare a informației confidențiale pe piața de capital. *Secundo*: secțiunea 10 (b) nu are o aplicabilitate directă; ea „prinde viaţă" odată cu adoptarea de către Comisie a regulilor/normelor corespunzătoare. În același timp, notăm că utilizarea informației confidențiale pe piața de capital este vizată expres în altă secţiune din Legea Burselor de Valori - 16

[6] Dirks v. SEC, 463 U.S., 646, 653 n.10 (1983).

[7] Stephen M. Bainbridge. The Law and Economics of Insider Trading: a Comprehensive Primer, 2001, p. 10. [On-line]: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277 (Vizitat la: 01.02.2015). Din afirmația lui Tomas Corcoran, unul dintre autorii si promotorii Legii Burselor de Valori, Secțiunea 10 (b) instituie o prohibiție „reziduală", care urmărește scopul de a interzice acele practici manipulatorii și dolosive, care nu au fost interzise expres de alte prevederi ale acestei legi. Un singur alineat din istoria legislativă voluminoasă a respectivei legi atestă ca una dintre practicile dolosive pe care legiuitorul american a intenționat sa o capteze prin Secțiunea 10 (b) a fost și utilizarea de către administratorii întreprinderilor, în operațiunile realizate pe piața de capital, a informațiilor confidențiale deținute de aceștia ca urmare a funcției exercitate. Cu toate acestea, examinarea contextuala a acestui alineat a permis unor cercetători sa afirme ca acesta vizează mai curând interdicția manipulării pieței de capital. A se vedea, spre ex., Michael P. Dooley. Enforcement of Insider Trading Restrictions, 66 Va. L.Rev. 1, (1980), pag. 56, nota de subsol 235. [On-line]: http://www.law.virginia.edu/pdf/faculty/hein/dooley/66va_1_rev1_1980.pdf (Vizitat la: 01.02.2015).

(b), care, însă, nu o interzice, ci doar permite emitentului să recupereze profitul generat de tranzacţiile efectuate de către insideri în temeiul informației confidențiale, cu anumite condiţii[8]. Limbajul vag al Secțiunii 10 (b), cuplat cu reglementarea (tangențială) a acestui subiect conținută în Secțiunea 16 (b) au permis unor cercetători să pună la îndoială faptul că Secțiunea 10 (b) îi conferă Comisiei mandat de reglementare în domeniul utilizării informației confidențiale pe piaţa de capital[9].

În implementarea Secțiunii 10 (b), în 1942 Comisia a adoptat **Regula 10b-5**. În conformitate cu aceasta, sunt interzise:

a) Utilizarea oricăror scheme/instrumente frauduloase;

b) Efectuarea declarațiilor false cu referință la fapte de importanță materială sau omisiunea de a face declarații cu privire la asemenea fapte, atunci când acestea sunt necesare pentru a nu admite inducerea in eroare a contrapărții;

c) Angajarea în activități/practici frauduloase/dolosive;

în legătură cu achiziționarea sau vânzarea valorilor mobiliare[10].

Reținem, că la fel ca și Secțiunea 10 (b) din Legea Burselor de Valori, Regula 10b-5 adoptată de Comisie întru implementarea acesteia nu reglementează expres utilizarea informației confidențiale pe piaţa de capital.

Ca urmare a unor decizii marcante ale Curții Supreme de Justiție, în anul 2000 Comisia a adoptat Regula 10b5-1 și Regula 10b5-2, care definesc acest concept, detaliază prevederile Regulii 10b-5, precum și enumeră cazurile care nu cad sub incidența acestor prevederi. Prin aceste reguli Comisia a încercat să anihileze consecințele unei interpretări judiciare restrictive a textului Secțiunii 10b și a Regulii 10b-5 (Regulile 10b5-1 și 10b5-2 vor fi examinate *infra*).

b) Secțiunea 14 –e din Legea Burselor de Valori și Regula 14–e. O altă normă legală care reglementează utilizarea abuzivă a informației confidențiale pe piața de capital este Secțiunea 14 –e din Legea Burselor de Valori. Această secțiune a fost incorporată în textul legii în 1968 (prin adoptarea Legii Williams) și stabilește că, în legătură cu ofertele de preluare, sunt interzise declarațiile false, omisiunea de a dezvălui fapte de o importanță materială, precum și practicile frauduloase, dolosive sau manipulatorii. Sfera de aplicare a acestei norme este circumscrisă doar acțiunilor desfășurate în legătură cu ofertele de preluare. În același timp, ca și în cazul Secțiunii 10-b, redacția normei din Secțiunea 14-e este imprecisă în ceea ce privește definirea și reglementarea explicită a utilizării abuzive a informației confidențiale pe piața de capital. Având în vedere complexitatea subiectului și inventivitatea cu care participanții pe piața de capital eludau această normă, Congresul SUA a completat-o în 1970 printr-o prevedere ce conferă Comisiei dreptul de a emite reglementări întru aplicarea Secțiunii 14-e. Comisia a făcut uz de acest drept abia peste 10 ani, aprobând Regula 14e-3 ca urmare a eșecului de a aplica direct Secțiunea 14-e în cazul *Chiarella*, soluționat de Curtea Supremă de Justiție a SUA (*infra*). Actualmente, Regula 14e-3 definește subiecții utilizării abuzive a informației confidențiale pe piața de capital, precum și stabilește în detaliu elementele ce constituie conduita reprobabilă – toate acestea limitate contextului **ofertelor de preluare**[11].

c) Secțiunea 17 (a) din Legea Valorilor Mobiliare. Această Secțiune interzice practicile frauduloase, dolosive, omisiunile de dezvăluire a faptelor de o importanță materială în procesul de **vânzare a valorilor mobiliare.**

[8] Se impun următoarele precizări. În primul rând, poate fi recuperat profitul generat de achiziționarea și vânzarea valorilor mobiliare ale emitentului, dacă atât tranzacția de cumpărare, cât și cea de vânzare au fost efectuate într-o perioadă de 6 luni. În al doilea rând, obligația de rambursare a acestor profituri nu îi revine oricărei persoane care a efectuat asemenea tranzacții, ci unui anumit cerc de persoane, stipulate expres în lege și care sunt desemnate prin termenul generic „insideri". La aceştia sunt atribuiți persoanele cu funcții de răspundere din cadrul emitentului, precum și deținătorii a mai mult de 10% din acțiunile emitentului.

[9] Stephen M. Bainbridge. The Law and Economics of Insider Trading: a Comprehensive Primer. 2001, p. 10. [On-line]: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277 (Vizitat la: 01.02.2015).

[10] Inițial, prevederile acestei reguli nu se aplicau tranzacţiilor bursiere, ci doar tranzacţiilor efectuate în mod direct, fără intermediari. În 1961 Comisia a extins aplicabilitatea acestei prevederi asupra tranzacţiilor bursiere.

[11] Regula 14e-3 a fost supusă controlului judecătoresc în 1997, însă Curtea Supremă de Justiție a SUA a menținut-o, constatând că în adoptarea acesteia Comisia nu și-a depășit atribuțiile (vezi infra United States v. O'Hagan, nota de subsol 23).

d) Legea privind frauda poştală (*Mail Fraud Statute*, 1872)[12] şi Legea privind frauda prin reţele (*Wire Fraud Statute*, 1952)[13]. Suportând doar unele modificări nesemnificative de-a lungul timpului, aceste legi interzic şi sancţionează penal utilizarea mijloacelor poştale şi a oricăror reţele în vederea obţinerii prin fraudă a proprietăţii străine. Având în vedere faptul, că poşta (electronică sau obişnuită), reţelele telefonice şi cele internet au fost şi sunt, de cele mai multe ori, instrumentele indispensabile în realizarea tranzacţiilor pe piaţa de capital, o mare parte dintre cazurile care vizau utilizarea abuzivă a informaţiei confidenţiale au fost înaintate în instanţele de judecata de către autorităţile de urmărire penală în temeiul acestor legi.

Atât Comisia, cât şi instanţele de judecată au încercat să remedieze caracterul deficitar al regimului consacrat de legiuitorul american şi prin variate exerciţii de creativitate administrativă şi judiciară au construit câteva teorii majore care au fundamentat de-a lungul timpului răspunderea pentru utilizarea abuzivă a informaţiei confidenţiale în temeiul acestor norme lacunare.

II. Teoriile şi doctrinele consacrate jurisprudenţial

1) Teoria accesului egal

Conform acestei teorii, toţi participanţii pe piaţa de capital sunt obligaţi fie de a face publică informaţia confidenţială pe care o deţin, fie de a se abţine de la efectuarea tranzacţiilor în temeiul acesteia. Această teorie a fost formulată pentru prima dată de către Comisie în 1961, în cauza administrativa *In re Cady, Roberts & Co* – primul caz în care Comisia a declarat că efectuarea tranzacţiilor în temeiul informaţiei confidenţiale pe o piaţa impersonala reprezintă o încălcare a Regulii 10b-5[14]. Ulterior, teoria accesului egal a fost susţinută şi de instanţele de judecată, cel mai relevant caz fiind *Comisia v. Texas Gulf Sulphur Co*., decis în 1968 de Curtea de Apel al celui de-al doilea circuit[15]. Aici, angajaţi ai *Texas Gulf Sulphur (TGS)* au descoperit mărturii ale unor eventuale zăcăminte de aramă şi zinc într-o localitate canadiana. În timp ce TGS desfăşura cercetări geologice pentru identificarea zăcămintelor, insiderii TGS achiziţionau acţiuni ale acesteia. La data când informaţia despre zăcăminte a fost făcută publică, preţul acţiunilor TGS a înregistrat o creştere dramatică (circa 222% faţă de preţul la care insiderii au făcut achiziţiile), iar Comisia a declanşat investigaţiile într-un presupus caz de utilizare abuzivă a informaţiei confidenţiale pe piaţa de capital, în temeiul Regulii 10b-5. Ajuns în instanţa de judecată, cazul a setat principiile care au fundamentat utilizarea informaţiei pe piaţa americana de capital pe parcursul unei decade, până la revirimentul jurisprudenţial operat de către Curtea Supremă de Justiţie prin cazurile *Chiarella* şi *Dirks* (a se vedea infra, notele de subsol 18 şi 19). Astfel, instanţa de judecată a purces prin identificarea obiectivelor urmărite de legiuitor prin Legea Burselor de Valori, şi anume de a preîntâmpina practicile inechitabile şi necinstite în realizarea tranzacţiilor pe piaţa de capital şi a opinat că principiul pe care se întemeiază atât Secţiunea 10 (b) din Legea sus-citată, cât şi Regula 10b-5 este susţinerea aşteptărilor legitime ale investitorilor pe piaţa de capital de a dispune de acces egal la informaţiile relevante pentru realizarea tranzacţiilor pe această piaţa. În continuare, instanţa a preluat viziunea expusă de Comisie în cazul *In re Cady*, precum că esenţa Regulii 10 b-5 rezidă în a asigura că cei ce realizează tranzacţii cu valori mobiliare şi dispun de acces, direct sau indirect, la informaţii care urmează a fi disponibile doar întru realizarea obiectivelor respectivului emitent, nu pot profita de aceste informaţii, dacă acestea nu sunt disponibile publicului larg[16]. În consecinţă, instanţa a dedus obligaţia oricărei persoane care se află în posesia informaţiei relevante pentru efectuarea tranzacţiilor de a face publică această informaţie, până la tranzacţionare, fie de a se abţine de la efectuarea tranzacţiilor (această regulă a fost nuanţată de anumite precizări privind caracterul informaţiei care constituie obiectul prohibiţiei şi privind latura subiectivă a acţiunii).

După cum e lesne de observat, teoria accesului egal *de facto* captează orice persoană care a obţinut informaţie relevantă pentru efectuarea tranzacţiilor pe piaţa de capital, indiferent de metodele utilizate în acest scop. O asemenea abordare simplistă este atractivă, deoarece permite identificarea rapidă a celor care încalcă

[12] 18 U.S.C. 1341.
[13] 18 U.S.C. 1343.
[14] In re Cady, Roberts &Co., 40 SEC 907 (1961).
[15] SEC v. Texas Gulf Sulphur Co, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).
[16] Idem, paragraful 39.

regulile de joc pe piaţa de capital. Pe de altă parte, dezavantajul major al acestei teorii este că aceasta aplică prohibiţia efectuării tranzacţiilor în temeiul informaţiei confidenţiale tuturor participanţilor pe piaţă, stingherind dinamica pieţei şi privând-o de acele avantaje pe care le aduce o reglementare mai laxă în acest domeniu (sau chiar absenţa acesteia)[17]. O asemenea interpretare expansivă a unor norme şi aşa foarte lacunare nu a fost susţinută de Curtea Supremă de Justiţie a Statelor Unite a Americii, care, în primul său caz examinat pe marginea utilizării abuzive a informaţiei confidenţiale, *Chiarella v. Statele Unite*, a respins principiul accesului egal ca temei al răspunderii pentru încălcarea Secţiunii 10 (b) şi a Regulii 10b - 5 şi l-a substituit prin teoria relaţiilor fiduciare.

2) Teoria relaţiilor fiduciare (*teoria clasică*)

Teoria relaţiilor fiduciare (mai denumită şi teoria relaţiilor speciale sau teoria clasică) este o creaţie a Curţii Supreme de Justiţie a Statelor Unite a Americii. Elementele acestei teorii au fost enunţate în două cazuri notorii – ***Chiarella v. Statele Unite***[18] şi ***Dirks v. Comisia***[19], analizate în continuare.

a) ***Chiarella v. Statele Unite***

Vincent Chiarella a fost angajatul unei tipografii, care urma să imprime anunţuri privind ofertele de preluare ale unor întreprinderi. Chiar dacă atât denumirea întreprinderilor care lansau ofertele, cât şi denumirile întreprinderii vizate de oferte au fost codificate, pentru a nu admite scurgerea prematură de informaţii (denumirile exacte au fost expediate în adresa tipografiei în noaptea ce preceda publicarea), Chiarella a reuşit decodarea denumirilor şi a izbutit sa achiziţioneze valori mobiliare ale întreprinderilor ce urmau a fi preluate până la publicarea anunţurilor. După ce anunţurile au fost făcute publice, preţul acestor valori mobiliare a crescut şi Chiarella le-a vândut, înregistrând un profit de circa 30 000 dolari SUA pe parcursul a 14 luni. Comisia şi Departamentul de Justiţie au demarat investigaţia pe marginea acestui caz şi, aplicând teoria accesului egal în interpretarea Secţiunii 10b şi a Regulii 10b-5, au solicitat instanţei de judecată condamnarea penală a lui Chiarella. Cazul a fost decis, în final, de Curtea Supremă de Justiţie a SUA în 1980. Curtea a precizat că în acest caz, în esenţă, ea urmează a se pronunţa pe marginea efectelor legale ale tăcerii (omisiunii de informare a publicului larg) în contextul tranzacţiilor pe piaţa de capital, în particular privind incidenţa în acest caz a prevederii Secţiunii 10b şi a Regulii 10b-5. Curtea a purces în a efectua interpretarea istorică a acestor norme şi a conchis că nici actele premergătoare Legii Burselor de Valori, şi nici comunicatul de presă al Comisiei emis odată cu adoptarea Regulii 10b-5 nu au statuat că omisiunea de a dezvălui informaţiile relevante pentru realizarea tranzacţiilor pe piaţa de capital ar constitui una din acele practici manipulatorii / dolosive vizate de aceste reglementări. În continuare, Curtea a reţinut că acele cazuri notorii soluţionate în temeiul Regulii 10b-5 şi care au conturat teoria accesului egal la informaţie pe piaţa de capital au vizat tranzacţii realizate în temeiul informaţiilor confidenţiale de către angajaţi, administratori sau deţinători ai cotelor majoritare ale întreprinderilor (denumiţi generic „insideri"), adică de un cerc de subiecţi care se află în anumite relaţii fiduciare cu ceilalţi proprietari/acţionarii ai întreprinderii. Anume această relaţie fiduciară dă naştere obligaţiei respectivilor insideri de a dezvălui asemenea informaţii, sau de a se abţine de la tranzacţionare. Curtea a stabilit, că în conformitate cu principiile *common-law*, afirmaţiile false făcute cu scopul de a induce pe cineva să acţioneze în temeiul acestora sunt frauduloase. În acelaşi timp, simpla omisiune a unei părţi de a dezvălui anumite informaţii contrapărţii sale până la încheierea actului juridic reprezintă fraudă numai atunci, când prima parte are obligaţia (derivând din anumite acte juridice, relaţii preexistente) de a face această dezvăluire. În continuare, Curtea a opinat că o asemenea obligaţie apare între părţi în temeiul unei relaţii fiduciare sau a altei relaţii similare de încredere între acestea. Curtea a supus criticii concluziile Curţii de Apel pentru cel de-al doilea circuit (urmare a deciziei căreia cazul a ajuns la Curtea Supremă), precum că legile federale privind piaţa de capital au creat un sistem ce asigură accesul egal la informaţiile necesare pentru decizii investiţionale raţionale şi inteligente, iar utilizarea de către oricine a

[17] Pentru un sumar al teoriilor privind avantajele si dezavantajele reglementarii, in principiu, a acestui domeniu, a se vedea, spre ex., Ţurcan C. Reglementarea utilizării abuzive a informaţiei confidenţiale pe piaţa de capital – aspecte pro şi contra. În: Revista Naţională de drept. 2008, nr. 11.

[18] Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).

[19] Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 653 (1983).

informațiilor care nu sunt accesibile public reprezintă o fraudă, deoarece această informație oferă un avantaj inechitabil unor vânzători/cumpărători față de alți vânzători/cumpărători mai puțin informați. Un asemenea raționament, în opinia Curții Supreme, este viciat din următoarele motive. În primul rând, nu fiecare caz de avantaje financiare inechitabile constituie fraudă prevăzută de Secțiunea 10 (b). În al doilea rând, elementul necesar pentru a face din tăcere fraudă – o obligație de dezvăluire a informației, derivând dintr-o relație preexistentă între părți - este absentă în acest caz. Chiarella nu a avut nici o relație fiduciară cu vânzătorii valorilor mobiliare ale întreprinderii ce urma a fi preluată, el nu a fost angajat, agent, mandatar al acestora, și nici nu a deținut vreun alt statut care ar fi justificat așteptările legitime ale vânzătorilor de acțiuni de a obține de la acesta toate informațiile care ar fi modificat în viitor prețul acțiunilor. În concluzie, Curtea l-a achitat pe Chiarella, susținând că nu orice participant pe piața de capital, care se află în posesia informației confidențiale, are obligația de a o face cunoscută publicului larg până la efectuarea tranzacțiilor. O asemenea obligație le revine doar acelor participanți pe piață, a căror funcții deținute sau statut distinct implică existența unor relații fiduciare, de încredere, cu emitentul sau cu acționarii actuali și/sau viitori ai acestuia.

Un interes aparte pentru evoluția ulterioară a jurisprudenței în acest domeniu îl prezintă opiniile separate expuse de câțiva judecători ai Curții Supreme. Așa, judecătorul Stevens a recunoscut existența unei relații fiduciare între angajator (*sursa informației*) și Chiarella, în virtutea căreia ultimul urma să se abțină de la efectuarea tranzacțiilor bazate pe informațiile însușite ilegal. Această teorie (desemnată și *„teoria restrictivă a însușirii ilegale de informații"*) a fost îmbrățișată de Curtea Supremă de Justiție a SUA în cazul *O'Hagan v. Statele Unite*, decis în 1997 (a se vedea *infra*).

Judecătorul Burger a reiterat regula generală, că o parte la tranzacțiile încheiate în cadrul relațiilor de afaceri nu are obligația de a dezvălui celeilalte părți informația confidențiala pe care o posedă, decât dacă între aceste părți există și o relație fiduciară, de încredere. În continuare, Burger a opinat că o asemenea obligație de dezvăluire ia naștere și atunci când una dintre părți capătă prin metode ilegale un avantaj informațional față de cealaltă parte la tranzacție, chiar în absența unor relații fiduciare între părți, iar cazul Chiarella se încadra cu exactitate în acești parametri, deoarece avantajul a fost obținut de Chiarella prin „furt" al informației de la angajatorul său. Această opinie a fundamentat doctrina desemnată de unii autori drept *„teoria lărgită a însușirii ilegale de informații"*[20]. Pe de altă parte, judecătorii Blackmun și Marshall, consimțind, parțial, cu opinia lui Burger, au mers mai departe și au sugerat că și în cazul în care angajatorul i-ar fi permis lui Chiarella să utilizeze în scopuri personale informația obținută ilegal de acesta, legitimând, astfel, „furtul", chiar și atunci tranzacțiile realizate în temeiul acestei informații ar fi încălcat Secțiunea 10 (b) și Regula 10 b-5. Asta deoarece, în opinia distinșilor judecători, Regula 10 b-5 interzice persoanelor care au acces la informații confidențiale, la care publicul larg nu are acces prin mijloace legale, să exploateze avantajul informațional prin desfășurarea tranzacțiilor cu valori mobiliare. Această opinie reprezintă o reformulare nuanțată a teoriei accesului egal.

Importanța acestui caz pentru teoria și jurisprudența utilizării abuzive a informației pe piața de capital a SUA nu poate fi subestimată. *Chiarella v. Statele Unite* a statuat explicit că nu poate exista răspundere pentru utilizare abuzivă de informații în absența unei relații fiduciare între părți. Una dintre consecințele principale ale acestui caz a fost limitarea substanțială a cercului de subiecți supuși prohibiției vizând utilizarea abuzivă a informației confidențiale pe piața de capital. În același timp, această soluție a profitat unor categorii de participanți profesioniști pe piața de capital, cum ar fi analiștii financiari, a căror activitate principală - colectarea și analiza informațiilor relevante deciziilor investiționale – era, în esență, scoasă în afară legii prin teoria accesului egal.

b) În ***Dirks v. Comisia***, Curtea Supremă a testat aplicabilitatea acestei teorii asupra terților, cărora informația confidențială le este comunicată de către persoane care o dețin în virtutea funcției sau a altui statut privilegiat (*insideri*). Anume

[20] Donna Nagy. Reframing the misappropriation theory of insider trading liability: a post-O'Hagan Suggestion (1998). Faculty publications. Paper 615. p. [On-line]: http://www.repository.law.indiana.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1617&context=facpub (Vizitat la: 01.02.2015).

Dirks a setat parametrii aplicabili și în prezent de către instanțele de judecată în determinarea răspunderii acestor terți (desemnați cu termenul generic *tippees*). Dirks a fost un angajat al unei societăți de brokeri din New York, care efectua analize financiare privind valorile mobiliare ale societăților de asigurări și furniza aceste date investitorilor instituționali. În 1973, Dirks a fost contactat de Secrist, fost angajat al unei societăți de asigurări *(Equity Funding of America - EFA),* care l-a informat că activele acestei societăți sunt supraevaluate ca urmare a unor scheme interne ilegale, iar autoritățile publice nu reacționează la numeroasele sesizări făcute întru identificarea ilegalităților și a solicitat aportul lui Dirks in demascarea publică a acestora. Dirks a inițiat propriile cercetări, repurtând discuții cu angajații EFA, în cadrul cărora a primit mai multe informații care confirmau neregulile. În același timp, Dirks și-a informat clienții săi despre presupusele ilegalități din EFA și aceștia au vândut acțiunile deținute la această societate. Piața a reacționat la informațiile negative prin diminuarea aproape în jumătate a prețului acțiunilor EFA. Într-un final, Comisia a inițiat o verificare minuțioasă a rapoartelor financiare ale EFA, urmare a căreia aceasta din urmă a intrat în proces de lichidare. Atât Comisia, cât și instanțele de fond și de apel au constatat că prin furnizarea către clienții săi a informațiilor privind ilegalitățile din EFA, Dirks a încălcat Regula 10b-5, statuând că *atunci când terții intră în posesia informației de importanță materială privind întreprinderea, cunoscând ca aceasta este o informație confidențială, precum și cunosc, sau trebuie sa cunoască, că această informație este furnizată de un insider al întreprinderii, terții urmează să facă publică această informație, sau să se abțină de la efectuarea tranzacțiilor în temeiul acesteia*. Având în vedere importanța cazului pentru piața de capital, Curtea Supremă de Justiție a admis recursul (a acordat așa-numitul *writ of certiorari*) și a anulat deciziile instanțelor inferioare, constatând nevinovăția lui Dirks.

Curtea a identificat următoarele principii fundamentale în stabilirea vinovăției terților pentru utilizarea informației confidențiale de către aceștia cu încălcarea Regulii 10b-5.

- În primul rând, răspunderea terțului **derivă** din răspunderea insiderului. Așadar, dacă nu este demonstrată vinovăția insiderului pentru încălcarea Regulii 10b-5, nu există vinovăție a terțului în acest temei.

- În al doilea rând, nu există vinovăție a insiderului pentru comunicarea terțului de informații confidențiale, dacă insiderul nu a primit un **beneficiu** de pe urma comunicării acestei informații. Curtea a stabilit că numai dezvăluirea de informație făcută în scopuri **improprii** conduce la răspunderea insiderului, iar „testul beneficiului" este cel mai relevant mod de a determina legalitatea dezvăluirii. Curtea a dat noţiunii de „beneficiu" o interpretare foarte extensivă. Astfel, beneficiul poate fi atât material şi direct, cât şi indirect, incluzând îmbunătăţirea reputaţiei, speranţa obţinerii reciproce a unei informaţiei similare; chiar şi sentimentul de mulţumire, căpătat drept urmare a comunicării a unei asemenea informaţii unui prieten sau unei rude poate fi uneori calificat drept „beneficiu"[21]. Alipirea acestui element nou – beneficiul - la elementele constitutive ale răspunderii insiderilor identificate în *Chiarella* a condus la emiterea opiniilor separate în acest caz de către judecătorii Blackmun, Brennan și Marshall. Aceștia au obiectat împotriva impunerii unui criteriu adițional în determinarea răspunderii pentru încălcarea Regulii 10b-5, opinând că motivele/scopurile urmărite prin dezvăluirea informației sunt irelevante, atât timp cât acționarii care au fost de cealaltă parte a tranzacției au fost prejudiciați.

- În al treilea rând, vinovăția terțului ia naștere doar dacă acesta **cunoștea** sau **trebuia să cunoască** despre încălcarea de către insider a Regulii 10b-5, inclusiv despre recepționarea beneficiului de către insider.

În linii mari, teoria relațiilor fiduciare este mai benefică pentru dezvoltarea pieței de capital,

[21] În unul dintre cele mai recente și mediatizate cazuri - **United States v. Newman** - decis la 10 decembrie 2014 de Curtea de Apel al celui de-al doilea circuit noțiunea de „beneficiu" a fost definită într-o accepțiune restrictivă, după circa 30 de ani de interpretare foarte laxă a acestui termen. Așa, Curtea a statuat că numai un schimb care este obiectiv, consecvent și reprezintă cel puțin un câștig potențial, de natură pecuniară sau de altă natură similară poate fi considerat schimb de informații contra unui beneficiu. United States v. Newman No. 13-1837 (2d Cir. Dec. 10, 2014). [On-line]: http://www.ca2.uscourts.gov/decisions/isysquery/b46d7ed5-e435-4446-80d7-d2568aa5f33b/1/doc/13-1837_opn.pdf#xml=http://www.ca2.uscourts.gov/decisions/isysquery/b46d7ed5-e435-4446-80d7-d2568aa5f33b/1/ (Vizitat la: 03.03.2015).

decât teoria accesului egal. Ultima lipseşte piaţa de stimulente de a căuta şi chiar de a crea informații valoroase, deoarece tranzacţionarea în temeiul acestora este interzisă în egală măsură oricărui participant pe piaţă, fără a se ţine cont de alte circumstanţe, precum ar fi mijloacele prin care a fost obţinută această informație, efortul depus pentru culegerea acesteia, etc. Pe de altă parte, teoria relațiilor fiduciare are o aplicabilitate prea restrânsă, deoarece ea se aplică doar acelor cazuri, când participantul pe piaţă se află în anumite **relații fiduciare cu emitentul sau contrapartea la tranzacție**. Teoria relațiilor fiduciare nu a oferit soluții pentru cazurile în care participanții pe piața de capital au efectuat tranzacții în temeiul informației confidențiale obținute din alte surse, decât emitentul sau insiderii acestuia. O soluție intermediară pentru aceste cazuri a fost propusă prin teoria însușirii ilegale a informației.

3) <u>Teoria însușirii ilegale a informației confidențiale</u>. Încurajați de semnalul pozitiv pe care l-au prezentat unele opinii separate în *Chiarella* în vederea extinderii răspunderii pentru utilizarea abuzivă de informații confidențiale și asupra unor categorii de persoane care nu se aflau în relații fiduciare cu emitentul sau contrapartea la tranzacție (și care, corespunzător, nu cădeau sub incidența teoriei clasice), Comisia și Departamentul de Justiție a SUA au început să testeze în instanțele de judecată o nouă teorie. Conform acesteia, însușirea informației confidențiale de către o persoană, care se află în relații fiduciare cu <u>sursa</u> informației (care nu este, în mod necesar, emitentul sau contrapartea la tranzacție), încălcând astfel obligațiile sale de loialitate și confidențialitate, și utilizarea ulterioară a acestei informații în realizarea tranzacțiilor pe piața de capital, reprezintă o încălcare a Secțiunii 10b și Regulii 10b-5. Această teorie a fost acceptată de Curțile de Apel ale celui de-al doilea, al șaptelea, al nouălea și al treilea circuite. În 1987, această teorie a fost prezentată în fața Curții Supreme a SUA în cazul *Carpenter v. Statele Unite*, care, însă, pe motiv de paritate de voturi a menținut decizia instanței inferioare, fără a emite o opinie pe marginea acestui caz. În 1995 și 1996, Curțile de Apel ale celui de-al patrulea și al optulea circuite au respins această teorie. Având în vedere jurisprudența contradictorie în acest domeniu, în 1997 Curtea Supremă de Justiție a admis recursul în cazul *Statele Unite v. O'Hagan* și a examinat valabilitatea teoriei însușirii ilegale de informații ca premisă pentru răspundere în temeiul Secțiunii 10b și a Regulii 10b-5[22]. Herman O'Hagan a fost partener într-o societate de avocați, angajată de o întreprindere britanică (Grand Metropolitan PLC) să îi reprezinte interesele în procesul de desfășurare a ofertei de preluare a unei întreprinderi americane (Pillsbury Company). Până la dezvăluirea publică a informației privind oferta de preluare, O'Hagan a achiziționat valori mobiliare ale Pillsbury Company, anticipând creșterea iminentă a prețului acestora. Când anunțul privind oferta de preluare a fost făcut public, prețul acestor valori mobiliare a crescut și O'Hagan le-a vândut, înregistrând un profit considerabil. Comisia și Departamentul de Justiție au inițiat investigațiile pe o presupusă încălcare a Secțiunii 10 b si a Regulii 10b-5. Instanța de fond și cea de apel l-au achitat pe O'Hagan, însă Curtea Supremă de Justiție l-a condamnat, întemeindu-și raționamentul pe principiile teoriei însușirii ilegale a informației confidențiale. Curtea a purces prin articularea elementelor acestei teorii, așa cum au fost prezentate acestea de Comisie și Departamentul de Justiție. Astfel, conform acesteia, utilizarea de către *mandatar* (sau de către o persoană care se află în relații fiduciare similare) în scopuri personale, <u>pe ascuns</u>, a informației ce aparține mandantului, încălcându-și obligațiile de *loialitate și încredere*, privează mandantul de beneficiile utilizării exclusive a acestei informații. În loc să condiționeze răspunderea de existența unei relații fiduciare între insiderul corporativ și vânzătorul/cumpărătorul de valori mobiliare (așa cum o face teoria clasică), teoria însușirii ilegale condiționează răspunderea de existența unei relații fiduciare între **persoana care a utilizat informația confidențiala și sursa acestei informații** (cel care i-a încredințat persoanei respective acces la asemenea informație). În continuare, Curtea a reținut că aceste teorii nu se exclud reciproc, ci sunt complementare, ambele urmărind sancționarea faptelor direcționate spre derivarea profiturilor din deținerea informației inaccesibile publicului larg, prin operațiuni de vânzare/cumpărare de acțiuni. Teoria clasică este o premisă pentru stabilirea răspunderii insiderilor corporativi pentru încălcarea obligațiilor fiduciare față de acționarii cu care aceștia încheie

[22] United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

tranzacții. Pe de altă parte, teoria însușirii ilegale stabilește răspunderea „outsiderilor" corporativi pentru efectuarea tranzacțiilor în temeiul informației care nu este accesibilă public, încălcând prin aceasta obligațiile pe care le au față de sursa informației (și nu față de contrapartea tranzacției). Astfel, în viziunea Curții, teoria însușirii ilegale a fost concepută pentru a proteja integritatea piețelor de capital în cazul unor eventuale abuzuri ale celor care nu se află în relații fiduciare cu întreprinderea, însă care în virtutea anumitor circumstanțe au acces la informația confidențială ce poate afecta prețul valorilor mobiliare.

Teoria însușirii ilegale, astfel cum a fost formulată de Curtea Supremă în *O'Hagan*, a generat multe controverse. Fără a subestima rolul important pe care l-a avut aceasta în sancționarea unor categorii de conduite care nu puteau fi penalizate anterior din cauza particularităților teoriei clasice, în opinia unor autori, Curtea a atins rezultatul corect, prin metode greșite[23]. Principalele critici au vizat, în primul rând, faptul că instanța a achiesat la versiunea restrictivă a teoriei însușirii ilegale de informații. Aceasta condiționează stabilirea răspunderii în temeiul Secțiunii 10b și a Regulii 10b-5 de însușirea ilegală a informației, realizată prin încălcarea ***obligațiilor fiduciare*** (de loialitate și încredere) între sursa informației și cel care a efectuat tranzacțiile în temeiul acestei informații. Însușirea ilegală a informației, în absența unor relații fiduciare, nu atrage răspunderea în temeiul acestor norme. Astfel, cazuri sofisticate, precum ar fi spargerea rețelelor electronice și accesarea neautorizată a calculatoarelor, cu sustragerea informațiilor confidențiale privind anumite valori mobiliare, dar și cazurile elementare de jaf sau furt care implică sustragerea actelor ce conțin aceleași informații, în egală măsură nu cad sub incidența teoriei din *O'Hagan*, în absența elementului fiduciar. În același timp, construirea întregii teorii în jurul elementului fiduciar și a obligațiilor corelate de loialitate și confidențialitate comportă o dificultate adițională: persoanele care obțin informația confidențiala și își informează „sursa" despre intențiile de tranzacționare a valorilor mobiliare în temeiul acestei informații nu vor fi ținute responsabile pentru încălcarea Secțiunii 10b și a Regulii 10b-5, chiar dacă cel, de la care provine această informație, obiectează împotriva acestor tranzacții[24]. Asta deoarece, în opinia Curții, numai utilizarea **clandestină** a informațiilor confidențiale în operațiunile de vânzare-cumpărare a valorilor mobiliare, fără **informarea „sursei"**, satisface cerința Secțiunii 10b și a Regulii 10b-5 privind „practicile frauduloase" sau „dolosive" desfășurate „în legătură cu tranzacționarea valorilor mobiliare"[25]. Impactul asupra pieței de capital al tranzacțiilor realizate în temeiul informațiilor confidențiale este același, indiferent de faptul dacă „sursa" a fost informată sau nu despre acestea; dacă Curtea cu adevărat a urmărit asigurarea integrității pieței și diminuarea incidenței practicilor abuzive care sunt inechitabile pentru investitori, atunci incorporarea elementului fiduciar în teoria însușirii informației împiedică atingerea rezultatelor propuse. Contrar viziunii exprimate de Curte în *O'Hagan,* formula articulată de aceasta în fundamentarea răspunderii pentru încălcarea Secțiunii 10b și a Regulii 10b-5 pare a servi, mai curând, protecției **dreptului de proprietate** asupra informației confidențiale, și nu protecției pieței și investitorilor.

III. Evoluții normative și jurisprudențiale după *O'Hagan* – erodarea graduală a elementului fiduciar ca premisă pentru stabilirea răspunderii pentru utilizarea abuzivă a informației confidențiale pe piața de capital.

Incongruențele sesizate în raționamentele Curții Supreme de Justiție a SUA în decizia pe marginea cazului *O'Hagan* au condus la o preluare neuniformă de către instanțele inferioare a soluției instanței supreme. Unele instanțe au respectat, pe față, principiile enunțate în *O'Hagan*, însă au oferit soluții care contraveneau esenței deciziei din 1997. Alte instanțe au opinat că deciziile Curții Supreme de Justiție în *Chiarella* si *O'Hagan* nu statuează temeiurile exclusive de apariție a răspunderii pentru utilizarea abuzivă a informației confidențiale pe piața de capital, iar existenta unei relații fiduciare nu este o premisă obligatorie pentru stabilirea răspunderii in temeiul Secțiunii 10b si a Regulii 10b-5; aceste instanțe au înaintat teorii

[23] Donna Nagy. *Op. cit.*

[24] Răspunderea va interveni in temeiul altor prevederi, în dependență de circumstanțele concrete ale cazului: încălcarea normelor privind secretul comercial, încălcarea unor obligațiuni care deriva din relația din mandat, etc.

[25] Nota 9 din United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

alternative. Astfel, spre exemplu, un caz important care a vizat însușirea informației confidențiale prin spargerea rețelelor electronice și accesarea neautorizată a calculatoarelor, cu realizarea ulterioară de operațiuni pe piața de capital în temeiul acestei informații, a fost *Comisia contra Dorozhko*[26], soluționat în 2009 de către Curtea de Apel al celui de-al doilea circuit. În acest caz, instanța a stabilit încălcarea de către Dorozhko a Secțiunii 10b și a Regulii 10b-5, chiar și în absența unor relații fiduciare între acesta și sursa informației. Instanța a opinat că acest caz este unul care vizează dolul comisiv, echivalând spargerea calculatorului (prin intermediul introducerii diferitor combinații de elemente care au permis identificarea corectă a parolei) cu efectuarea declarațiilor/afirmațiilor false, ceea ce este suficient pentru a constitui o practica dolosivă prevăzută de textele normative citate *supra*.

Un caz care a vizat realizarea tranzacțiilor în temeiul informațiilor confidențiale, cu informarea prealabilă a „sursei" acestor informații și în pofida obiecțiilor acesteia a fost *Comisia contra Rocklage*[27], soluționat în 2006 de Curtea de Apel al circuitului întâi. Aici instanța a constatat încălcarea Secțiunii 10b și a Regulii 10b-5, în pofida textului explicit din nota 9 a deciziei Curții Supreme de Justiție a SUA în cazul *O'Hagan*, care sugerează o soluție inversă.

Activitatea de reglementare a Comisiei, urmare a cazului *O'Hagan* denotă o încercare de a evita restricțiile impuse de principiile fiduciare enunțate în jurisprudența pertinentă a Curții Supreme de Justiție a SUA. În efortul de a aduce claritate în domeniul reglementării utilizării informației confidențiale pe piața de capital, în anul 2000 Comisia a adoptat Regula 10b5-1[28] și Regula 10b5-2[29].

Regula 10b5-1 soluționează o controversă mai veche din domeniu, și anume, dacă răspunderea pentru încălcarea Secțiunii 10b intervine atunci când o persoană realizează tranzacții pe piața de capital utilizând informații confidențiale sau aflându-se în posesia acestora (controversa desemnată, tradițional, *the possession versus use debate* și care nu constituie obiect al prezentului studiu). Totodată, Comisia a stabilit trei cazuri care exonerează o persoana de la răspunderea pentru utilizare abuzivă a informațiilor confidențiale pe piața de capital, și anume existența unor contracte, instrucțiuni sau planuri scrise privind o viitoare vânzare sau cumpărare de valori mobiliare, toate aceste trei categorii de acte fiind încheiate până la aflarea de către persoana vizată a informațiilor confidențiale. Aceste excepții vin in contradicție, în mod evident, cu viziunile Curții Supreme de Justiție a SUA din *Chiarella*, care a statuat că anumite categorii de persoane, aflate în relații fiduciare cu emitentul (administratorii, acționarii majoritari – insiderii corporativi), încalcă prevederile Secțiunii 10b și ale Regulii 10b-5 atunci când încheie tranzacții pe piața de capital cu valorile mobiliare ale acestui emitent în temeiul unor informații confidențiale, obținute de aceștia ca urmare a statutului/funcției distincte deținute. Dacă premisa pentru stabilirea răspunderii este **relația fiduciară**, care reclamă fie dezvăluirea acestei informații de către insiderii corporativi, fie abținerea de la efectuarea tranzacțiilor in temeiul acesteia, atunci este irelevant faptul că intențiile de tranzacționare ale insiderului respectiv au apărut până la intrarea în posesie a acestei informații. Urmând logica Curții în *Chiarella*, insiderul urmează sa facă publice aceste informații imediat ce le află (sau să se abțină de la realizarea tranzacțiilor), iar aranjamentele preexistente privind o eventuala tranzacționare nu au nici un impact asupra obligațiilor sale fiduciare.

Prin **Regula 10b5-2,** emisă în aplicarea teoriei însușirii ilegale a informației articulate în O'Hagan, Comisia a stabilit o listă exemplificativă a cazurilor în care pot apărea obligațiile de loialitate și încredere față de sursa informației. Acestea ar fi următoarele: a) Cazurile în care persoana căreia i-a fost comunicată informația consimte în mod expres de a menține confidențialitatea acesteia; b) Cazurile în care persoanele respective în trecut au împărtășit informații confidențiale, în mod uzual, justificând astfel așteptările rezonabile ale celui ce divulgă informația privind confidențialitatea acesteia; c) Cazurile în care persoana obține informația de la soț, părinți, copii, frați/surori, cu excepția cazului în care persoana căreia i-a fost comunicată

[26] SEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42, 42 (2d Cir. 2009).
[27] SEC v. Rocklage, 470 F.3d 1 (1st Cir. 2006).
[28] 17 CFR 240.10b5-1. [On-line]: http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b5-1 (Vizitat la: 05.03.2015).
[29] 17 CFR 240.10b5-2. [On-line]: http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b5-2 (Vizitat la: 05.03.2015).

informația poate demonstra că nu a știut și nici nu putea să știe că cel ce i-a divulgat informația se aștepta la menținerea confidențialității acesteia. Această regulă a generat nedumirirea multor cercetători, care au afirmat că respectivele cazuri nu reprezintă exemple ale unor relații fiduciare, în înțelegerea tradițională a *common law*, Comisia încercând prin Regula 10b5 - 2 să sancționeze un cerc mai larg de subiecți, decît cel vizat de *O'Hagan*[30]. Și instanțele de judecată au emis decizii pe marginea cazurilor care vizau utilizarea abuzivă a informației confidențiale pe piața de capital până la adoptarea de către Comisie a Regulii 10b5-2, care contrastează în mod manifest cu viziunea Comisiei privind esența relațiilor fiduciare. Astfel, în cazul *Statele Unite contra Chestman*[31], instanța a stabilit ca relațiile de căsătorie nu constituie o prezumție a existenței unor relații fiduciare între soți (în absența altor factori adiționali). În continuare, instanța a opinat că o relație fiduciară implică autoritate discreționară și dependență. În cazul *Comisia contra Yun*[32], instanța, în mod similar, a opinat că o relație matrimonială nu constituie, *ipso facto*, o relație fiduciară și a identificat o atare relație între soți doar ca urmare a unei analize complexe a circumstanțelor cazului, stabilind, printre altele, că soții și-au împărtășit informații privind afacerile acestora pe parcursul mai multor ani. În plus, în nota 23 instanța a remarcat că prin Regula 10b5-2 Comisia vine cu o interpretare mult mai extinsă a noțiunii de „relație fiduciară" decât cea a instanțelor de judecata (având în vedere faptul, că acest caz viza evenimente petrecute până la adoptarea acestei reguli, instanța nu s-a mai pronunțat pe marginea acesteia). Într-un alt caz, instanța a constatat că acordurile prin care o parte consimte sa mențină confidențialitatea informației, similar, nu conduc la apariția relațiilor fiduciare, în absența altor factori adiționali[33].

Cazurile deferite justiției după adoptarea de către Comisie a Regulilor 10b5-1 si 10b5-2 au generat soluții neuniforme, o mare parte dintre instanțele de judecată susținând tendința expansionistă a Comisiei, prin erodarea principiilor fiduciare ca fundamente ale răspunderii în temeiul Secțiunii 10 b. Aceasta a condus la incidența acestei norme asupra unor categorii suplimentare de cazuri, care nu vizează subiecți aflați în relații fiduciare (sau în alte relații similare)[34]. Pe de alta parte, în câteva spețe notorii de dată recentă instanțele de judecata au respectat cu precizie exigentele derivate din deciziile Curții Supreme de Justiție a SUA privind stabilirea răspunderii pentru utilizarea abuzivă a informației confidențiale pe piața de capital doar atunci, când realizarea tranzacțiilor în temeiul acestei informații încalcă o obligație fiduciară(care își are originea fie în relația dintre părțile la tranzacție, fie în relația dintre una din părți și sursa informației). În cazul *Statele Unite contra Newman*[35], soluționat la 10 decembrie 2014 de Curtea de Apel al celui de-al doilea circuit, un insider a transmis informație confidențiala unui terț, care la rândul său a transmis-o mai departe. Persoana care a recepționat ultima această informație – Newman - a realizat în temeiul acesteia tranzacții pe piața de capital. Instanța a aplicat testul din *Dirks* (*supra*, nota 19) și a constatat că Newman nu cunoștea despre faptul că transmiterea informațiilor confidențiale a fost realizată cu încălcarea obligațiilor fiduciare ale insiderului față de acționari/întreprindere, deoarece Newman nu știa această transmitere s-a efectuat în schimbul unui beneficiu. Newman a fost achitat, iar această decizie este deosebit de importantă pentru cele câteva cazuri cu circumstanțe similare care sunt pe rolul instanțelor. În plus, soluția pronunțată de instanță în acest caz revigorează teoria clasică, care a consacrat relațiile fiduciare

[30] A se vedea, spre ex. Mills D. and Weisberg R.. Corrupting the Harm Requirement in White Collar Crime, 60 Stan. L.Rev. 1371, 1433-35 (2008) [On-line]: http://www.stanfordlawreview.org/sites/default/files/articles/MillsWeisberg.pdf (Vizitat la: 05.03.2015). Gordon Smith D. The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty, 55 Vand. L.Rev. 1399, 1422 (2002). [On-line]: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=339100 (Vizitat la: 05.03.2015).

[31] United States v. Chestman, 9476, F.2d 551, 567, (2d Cir. 1991).

[32] SEC v. Yun, 327 F.3d 1263, 2003.

[33] United States v. Kim, 184 F. Supp. 2d 1006 (N.D. Cal. 2002).

[34] A se vedea, spre exemplu, cazurile SEC v. Lyon, 529 F. Supp. 2d 444, 452 (S.D.N.Y.2008); SEC v. Mangan, 598, F.Supp. 2d 731, 7 33 (W.D.N.C. 2008), prezentate în Donna Nagy. *Op. cit.*

[35] United States v. Newman No. 13-1837 (2d Cir. Dec. 10, 2014).

drept condiție *sine qua non* pentru survenirea răspunderii în temeiul Secțiunii 10b[36].

Concluzii: Utilizarea informației confidențiale pe piața de capital a SUA nu beneficiază de o reglementare normativă explicita. Regimul juridic al acestui fenomen a fost modelat prin decizii ale instanțelor de judecată, care nu au dat o interpretare unitară prevederilor legale lacunare. În pofida deciziilor Curții Supreme de Justiție a SUA care a construit răspunderea pentru utilizarea abuzivă a informației confidențiale în jurul unor raporturi fiduciare, atât jurisprudența instanțelor inferioare, cât și activitatea de reglementare a Comisiei sugerează erodarea elementului fiduciar și sancționarea unor categorii mai largi de subiecți și conduite.

Bibliografie:

1. 17 CFR 240.10b5-1. [On-line]: http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b5-1 (Vizitat la: 05.03.2015).
2. 17 CFR 240.10b5-2. [On-line]: http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b5-2 (Vizitat la: 05.03.2015).
3. Cazul Wells v Shriver, 1921, decis de Curtea Suprema a Oklahomei. [On-line]: http://law.justia.com/cases/oklahoma/supreme-court/1921/35324.html (Vizitat la: 01.02.2015).
4. Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).
5. Clarence D. Laylin. The Duty of a Director Purchasing Shares of Stock. In: The Yale Law Journal. 1918, Vol. 27, No 6. [On-line]: http://www.jstor.org/stable/786479?seq=1#page_scan_tab_contents (Vizitat la: 01.02.2015).
6. Corespondența dintre profesorul S.Bainbridge și un angajat al Congresului SUA. [On-line]: http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2015/01/memo-to-congress-leave-dirksnewman-alone.html (Vizitat la: 05.03.2015).
7. Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 653 (1983).
8. Dirks v. SEC, 463 U.S., 646, 653 n.10 (1983).
9. Donna Nagy. Reframing the misappropriation theory of insider trading liability: a post-O'Hagan Suggestion (1998). Faculty publications. Paper 615. p. [On-line]: http://www.repository.law.indiana.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1617&context=facpub (Vizitat la: 01.02.2015).
10. Michael P. Dooley. Enforcement of Insider Trading Restrictions, 66 Va. L.Rev. 1, (1980), p. 56, nota de subsol 235. [On-line]: http://www.law.virginia.edu/pdf/faculty/hein/dooley/66va_l_rev1_1980.pdf (Vizitat la: 01.02.2015).
11. Mills D. and Weisberg R. Corrupting the Harm Requirement in White Collar Crime, 60 Stan. L.Rev. 1371, 1433-35 (2008) [On-line]: http://www.stanfordlawreview.org/sites/default/files/articles/MillsWeisberg.pdf (Vizitat la: 05.03.2015).
12. Gordon Smith D. The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty, 55 Vand. L.Rev. 1399, 1422 (2002). [On-line]: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=339100 (Vizitat la: 05.03.2015).
13. Nota 9 din United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).
14. SEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42, 42 (2d Cir. 2009).
15. SEC v. Rocklage, 470 F.3d 1 (1st Cir. 2006).
16. SEC v. Yun, 327 F.3d 1263, 2003.
17. Stephen M. Bainbridge. The Law and Economics of Insider Trading: a Comprehensive Primer, 2001, p. 10. [On-line]: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277 (Vizitat la: 01.02.2015).
18. Stephen M. Bainbridge. The Law and Economics of Insider Trading: a Comprehensive Primer. 2001, p. 10. [On-line]: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277 (Vizitat la: 01.02.2015).
19. Țurcan C. Reglementarea utilizării abuzive a informației confidențiale pe piața de capital – aspecte pro și contra. In: Revista Națională de drept. 2008, nr. 11.
20. United States v. Chestman, 9476, F.2d 551, 567, (2d Cir. 1991).
21. United States v. Kim, 184 F. Supp. 2d 1006 (N.D. Cal. 2002).
22. United States v. Newman No. 13-1837 (2d Cir. Dec. 10, 2014).
23. United States v. Newman No. 13-1837 (2d Cir. Dec. 10, 2014). [On-line]: http://www.ca2.uscourts.gov/decisions/isysquery/b46d7ed5-e435-4446-80d7-d2568aa5f33b/1/doc/13-1837_opn.pdf#xml=http://www.ca2.uscourts.gov/decisions/isysquery/b46d7ed5-e435-4446-80d7-d2568aa5f33b/1/ (Vizitat la: 03.03.2015).
24. United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

[36] Aceasta soluție pare sa fi nemultumit pe adeptii unei interpretari mai largi a prevederii din Secțiunea 10b si a reînviat dezbaterile mai vechi privind necesitatea reglementării explicite și detaliate de către legiuitorul american a utilizarii informației confidențiale pe piața de capital – a se vedea, spre exemplu corespondența dintre profesorul S.Bainbridge și un angajat al Congresului SUA. [On-line]: http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2015/01/memo-to-congress-leave-dirksnewman-alone.html (Vizitat la: 05.03.2015).

25. Wilgus, Horace LaFayette. Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Shareholder. In: Michigan Law Review. 1910, 8. [On-line]: http://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2099&context=articles. (Vizitat la: 01.02.2015).

26. Zweigert K., Kötz Hein. An Introduction to Comparative Law. Oxford: Oxford University Press, 2011.

Copyright© Aurel BĂIEŞU, Corina ŢURCAN, 2015.

Contacte / Contacts / Контакты:

Aurel BĂIEŞU
Str. Alexei Mateevici, 60
MD-2009, mun. Chişinău, Republica Moldova
E-mail: aurelbaiesu@yahoo.com

Corina TURCAN
Bd. Grigore Vieru, 1
MD 2012, mun. Chişinău, Republica Moldova
E-mail: turcancic@yahoo.com
tel: (+373692) 98800; (022) 28 37 47