



ЕВРОПЕЙСКА КОМИСИЯ

Брюксел, 20.10.2011
SEC(2011) 1218 окончателен

РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА

РЕЗЮМЕ НА ОЦЕНКАТА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

Във връзка със

**Предложение
за Регламент на Европейския парламент и на Съвета
относно злоупотребата с вътрешна информация и манипулирането на пазара
(пазарна злоупотреба)**

и

**Предложение
за Директива на Европейския парламент и на Съвета
относно наказателните санкции за злоупотреба с вътрешна информация и
манипулиране на пазара**

{COM(2011) 651 окончателен}
{SEC(2011) 1217 окончателен}

1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ НА ПРОБЛЕМА

Директивата относно пазарната злоупотреба (ДПЗ) има за цел да укрепи доверието на инвеститорите и лоялните пазарни отношения, като забрани на тези, които разполагат с вътрешна информация, да търгуват, използвайки я, със съответни финансови инструменти („злоупотреба с вътрешна информация“) и като забрани манипулиране на пазара чрез практики, като например разпространяване на невярна информация или слухове и извършване на сделки, които осигуряват необичайни цени („манипулиране на пазара“).

ДПЗ създава средства за предотвратяване и разкриване на пазарни злоупотреби, като списъци лица с достъп до вътрешна информация, съобщаване за подозрителни сделки и оповестяване на сделки с акции на заемащите ръководни постове. Освен това тя задължава емитентите на финансови инструменти, търгувани на регулиран пазар, да правят обществено достояние при първа възможност вътрешната информация, с която разполагат, с ограничени възможности за забавяне.

За да поощри прилагането на правилата, Директивата дава правомощия на националните компетентни органи да разследват, да предприемат административни мерки и да налагат „ефективни, пропорционални и възпиращи“ санкции.

ДПЗ въвежда рамка за хармонизиране на основните понятия и правила по отношение на пазарните злоупотреби и засилва сътрудничеството между регулаторите. Въпреки това службите на Комисията установиха редица проблеми, които са разгледани по-долу.

1.1. Пропуски в регулирането на нови пазари, платформи и инструменти, търгувани извън борсов пазар

Ако даден финансов инструмент е допуснат за търгуване на регулиран пазар, то всяко търгуване в този инструмент е обхванато от ДПЗ, независимо дали то се извършва чрез многостранна търговска система (МТС), системи на борсовите посредници за автоматично засичане на клиентски нареждания система („пресичащи се мрежи“) или извън борсов пазар (ОТС). Освен това за злоупотребата с вътрешна информация (но не и за манипулирането на пазара) забраната обхваща и финансовите инструменти, които не са допуснати до търгуване на регулиран пазар, но чиято стойност зависи от подобен финансов инструмент.

При все това този вниманието към инструментите, търгувани на регулирани пазари, беше изпреварено от развитието на пазара. Увеличената конкуренция и използването на технологии доведе до по-голямо използване на МТС и други видове организирани системи за търгуване (като пресичащи се мрежи) или търговски инструменти. Разрастват се и извънборсовите пазари. Ако даден инструмент не е допуснат до търгуване на регулиран пазар, а се търгува само на МТС, друг тип система или извън борсов пазар, той не е обхванат от ДПЗ.

Бяха изразени опасения и за това, че увеличаващото се фрагментиране на търгуването на различни пазари може да възпрепятства ефективното прилагане на правилата, а различните стандарти за надзор съобразно естеството на тържището могат да създадат неравни условия за дейност. И накрая, нарастващата тенденция за автоматизирано търгуване и търгуване с висока честота на сделките повдигна въпроси за това, как регулаторните органи да контролират подобна търговия и дали ДПЗ обхваща адекватно конкретни стратегии, които могат да представляват неправомерни практики.

1.2. Пропуски в регулирането на стоковите пазари и на пазарите на деривати върху борсови стоки

Пазарната злоупотреба може да възникне между различни пазари и на трансгранично ниво, а това поражда особени опасения за пазарите на борсови стоки и пазарите на деривати върху борсови стоки, където правилата за лоялност и прозрачност важат на пазари на деривати, но не и за свързаните с тях пазари.

Към момента според ДПЗ няма задължение финансовите надзорни органи да вземат предвид развитието на физическите пазари на борсови стоки при контролирането на финансовите пазари за наличието на потенциални пазарни злоупотреби или да сътрудничат и обменят информация с регулатори на физически пазари в ЕС и в трети държави. Тази липса на сътрудничество между регулаторите на физическите и финансовите пазари може да наруши лоялните пазарни отношения и на двата типа пазари.

Стоковите пазари подлежат на правила за лоялност и прозрачност на търговските дейности, различни от тези на финансовите пазари. Търговията с деривати, която нарушава цената на финансовите инструменти, е забранена. Въпреки това търговията с деривати, която нарушава цените на свързаните физически пазари, и търговията на физически пазари, която нарушава цените на финансовите инструменти, не са обхванати от настоящото определение за манипулиране на пазара. Регулаторите изразиха опасения от възможното използване на пазарите на деривати за манипулиране на свързаните стокови пазари.

Освен това няма общи правила, уточняващи каква информация трябва да бъде оповестявана на стоковите пазари и съществува тревога от липсата на прозрачност по отношение на основната информация за стоковите пазари. Това е проблем за инвеститорите в пазари на стокови деривати, тъй като стойността на деривата до голяма степен се определя от свързания с него инструмент или борсова стока. Това е проблем и за надзорните органи, които не могат да контролират сделките на тези пазари за евентуални злоупотреби.

1.3. Регулаторите не могат да осъществят ефективно прилагане на правилата

Първо, регулаторите не разполагат с някои от необходимите правомощия за разкриване на пазарна злоупотреба, като например да получават отчети за подозрителни извънборсови сделки с деривати, въпреки че те могат да се използват за пазарни злоупотреби. Регулаторите в някои държави-членки не могат да получават съществуващи записи за телефонни данни от

далекосъобщителни оператори, които са необходими като доказателство за разследване и налагане на санкции за пазарна злоупотреба, особено по отношение на злоупотребата с вътрешна информация. В резултат на това конкретни пазарни злоупотреби, подлежащи на административни санкции, могат да останат неразкрити и несанкционирани. Достъпът до тези данни се счита за важно средство за изпълнение на задачите по разследването и прилагането от страна на финансовите регулатори. Някои регулатори не разполагат с правомощието да влизат в частни помещения с цел изземане на документи. Освен това достъпът на регулаторите до важна първична информация за подозрителни сделки от подаващи сигнали за злоупотреби лица може да бъде възпрепятстван, тъй като за тези източници на информация няма достатъчни стимули и защита. Освен това регулаторите нямат средства да се занимават с „опити за манипулиране на пазара“, където дадено лице се опитва неуспешно да манипулира пазара.

Второ, не всички компетентни органи разполагат с пълен набор от правомощия за налагане на санкции, за да гарантират, че могат да реагират на всички злоупотреби със съответната санкция. В 8 държави-членки, например, компетентните органи нямат възможност да отнемат лицензи в случай на нарушения. Освен това в някои държави-членки нивото на административните глоби може да се сметне за ниско и недостатъчно възпиращо. Когато печалбите от пазарна злоупотреба са по-високи от очакваните санкции, възпиращият ефект на санкцията е подкопан. Освен това не всички компетентни органи гарантират публично оповестяване на наложените санкции, което е важен фактор за ефективното правоприлагане. И накрая, в някои държави-членки няма наказателноправни санкции с важен възпиращ ефект при определени нарушения, свързани със злоупотреба с вътрешна информация и манипулиране на пазара. Тези разлики подронват единния пазар, отварят място за евентуален регулаторен арбитраж и усложняват трансграничното сътрудничество между правоприлагащите органи.

1.4. Липса на яснота и правна сигурност

ДПЗ включва определени възможности за право на преценка, както и клаузи, оставящи място за тълкуване при практическото приложение. Тези разминавания и неясноти доведоха до разлики в правилата, приложими в държавите-членки. В доклада „Дьо Ларозиер“ беше констатирано, че възможностите за право на преценка са една от причините за отклонения от правилата на конкуренцията и регулаторен арбитраж, и следователно — препятствие за функционирането на единния пазар. По-специално този въпрос засяга концепцията за приети пазарни практики (ППП), оповестяването на вътрешна информация от емитенти и задължението на заемащите ръководни постове на емитенти да уведомяват за сделките с финансови инструменти.

1.5. Несъразмерни административни тежести за емитенти, особено МСП

Бяха изразени опасения, че МСП, желаещи да наберат капитал на пазари на ценни книжа, са малко, отчасти защото първоначалните и текущите разходи по вписването надхвърлят ползите, както и понеже законодателството на ЕС представлява бариера за достъпа до финансови пазари, която е твърде висока за МСП. Ако обхватът на ДПЗ трябва да бъде разширен така, че да включи МТС

без адаптиране, МСП, които се вписват на такива пазари, ще се сблъскат с високи разходи от сегашните, тъй като пазарите на МСП в няколко държави-членки имат адаптиран режим за МСП така, че да се запазват разходите им ниски. Заинтересованите лица установиха като особено проблемни в това отношение задълженията за оповестяване на поверителна ценова информация, изготвяне на списъци на лица с достъп до вътрешна информация и оповестяване на сделките на заемащите ръководни постове. За тях се счита, че генерират значителни разходи и създават административна тежест за споменатите по-малки дружества.

2. БАЗОВ СЦЕНАРИЙ И СУБСИДИАРНОСТ

Ако не бъдат предприети действия на ниво ЕС, горепосочените проблеми вероятно ще останат без координиран отговор и ще възникнат отново в бъдеще. Резултатът би бил, че определени пазари и сделки няма да подлежат на правилата по отношение на пазарни злоупотреби, определени злоупотреби ще останат несанкционирани или недостатъчно санкционирани, а административните тежести, възникващи от разликите в националните законодателства, няма да бъдат премахнати. Въпреки че проблемите, посочени по-горе, имат важно значение за всяка отделна държава-членка, цялостното им въздействие може да бъде напълно разбрано в трансграничен контекст. Това е така, защото пазарни злоупотреби могат да се извършват навсякъде, където даден инструмент се търгува на борсов или извънборсов пазар, така че има реален риск националните мерки срещу пазарните злоупотреби да бъдат заобиколени или да се окажат неефективни при липса на действие на ниво ЕС. Освен това от съществено значение е да има последователен подход, за да се избегне евентуален регулаторен арбитраж. В този контекст действията на ЕС изглеждат подходящи от гледна точка на принципа на субсидиарност.

Принципът на пропорционалност изисква всяка намеса да има ясна цел и да не излиза извън това, което е необходимо за постигането ѝ. Този принцип ръководи както установяването на алтернативни варианти, така техния анализ и сравнение.

3. ЦЕЛИ

С оглед на анализа на горепосочените проблеми, основните цели на преразглеждането на Директивата относно пазарната злоупотреба са да се укрепят лоялните пазарни отношения и защитата на инвеститорите, като същевременно се осигури равнопоставеност и се повиши привлекателността на пазарите на ценни книжа за набиране на капитали за МСП.

Постигането на тези общи цели изисква реализирането на следните по-конкретни цели на политика:

- (1) Гарантиране, че регламентът е в синхрон с развитието на пазара;
- (2) Осигуряване на ефективно прилагане на правилата по отношение на пазарни злоупотреби;

- (3) Подобряване на ефективността на режима по отношение на пазарни злоупотреби чрез осигуряване на по-голяма яснота и правна сигурност;
- (4) Намаляване на административната тежест, където е възможно, особено за МСП.

4. ВАРИАНТИ НА ПОЛИТИКА

Вариантите на политика са групирани съобразно оперативните цели, които следват от горепосочените конкретни цели.

4.1. Предотвратяване на пазарни злоупотреби на организирания пазар, платформи и на извънборсовия пазар

- (1) Вариант 1 – без действие от страна на ЕС.
- (2) Вариант 2 – разширяване на правилата по отношение на пазарни злоупотреби така, че да обхванат суаповете за кредитно неизпълнение (СКП).
- (3) Вариант 3 – разширяване на правилата по отношение на манипулиране на пазара така, че да обхванат организирани системи за търгуване.
- (4) Вариант 4 – разширяване на правилата по отношение на пазарни злоупотреби така, че да обхванат инструменти, допускани до търгуване само на МТС.
- (5) Вариант 5 – разширяване на правилата по отношение на пазарни злоупотреби до инструменти, допускани до търгуване само на други търговски системи (различни от МТС).
- (6) Вариант 6 – разширяване на правилата по отношение на пазарни злоупотреби така, че да обхванат инструменти, търгувани чрез организирани системи за търгуване (двустранно).
- (7) Вариант 7 – подобряване на надзора на търгуването с висока честота на сделките.
- (8) Вариант 8 – подобряване на надзора на инвестиционни фирми, управляващи системи за търгуване като МТС.

4.2. Предотвратяване на пазарни злоупотреби на пазарите на борсови стоки и свързаните деривати

- (1) Вариант 1 – без действие от страна на ЕС.
- (2) Вариант 2 – разширяване на определенията за вътрешна информация и манипулиране на пазара така, че да включват договори за борсови стоки на спот пазари.

- (3) Вариант 3 – определяне на вътрешната информация за деривати върху борсови стоки.
- (4) Вариант 4 – задължение за търгуващите на спот пазари да отговарят на искания за информация от компетентните органи.
- (5) Вариант 5 – насърчаване на международното сътрудничество между регулаторите на финансови и физически пазари.
- (6) Вариант 6 – изискване от емитентните на деривати върху борсови стоки да публикуват поверителна ценова информация.
- (7) Вариант 7 – изясняване на манипулирането на пазара за стокови деривати.

4.3. Осигуряване на необходимата информация и правомощия на регулаторните органи да прилагат ефективни мерки

- (1) Вариант 1 – без действие от страна на ЕС.
- (2) Вариант 2 – въвеждане на уведомяване за подозрителни нареждания и извънборсови сделки.
- (3) Вариант 3 – забрана на опитите за манипулиране на пазара.
- (4) Вариант 4 – гарантиране на достъп до записи за пренос на данни и телефонни разговори от далекосъобщителни оператори с цел разследване и налагане на санкции за пазарни злоупотреби при наличие на съдебна заповед.
- (5) Вариант 5 – гарантиране на достъп до частни помещения с цел изземването на документи за разследване и налагане на санкции за пазарни злоупотреби при наличие на съдебна заповед.
- (6) Вариант 6 – предоставяне на защита и стимули за подаващи сигнали за нарушения лица.

4.4. Осигуряване на последователни, ефективни и възпиращи санкции

- (1) Вариант 1 – без действие от страна на ЕС.
- (2) Вариант 2 – общи минимални правила за административни мерки и санкции.
- (3) Вариант 3 – еднакви административни мерки и санкции.
- (4) Вариант 4 – изискване за наказателноправни санкции.
- (5) Вариант 5 – общи минимални правила за наказателноправни санкции.
- (6) Вариант 6 – подобро прилагане на санкциите.

4.5. Намаляване или елиминирание на възможностите за право на преценка

- (1) Вариант 1 – без действие от страна на ЕС.
- (2) Опция 2 – хармонизиране на приети пазарни практики.
- (3) Опция 3 – премахване на приети пазарни практики и преустановяване на съществуващи практики.

4.6. Изясняване на някои ключови понятия

- (1) Вариант 1 – без действие от страна на ЕС.
- (2) Вариант 2 – изясняване на условията за забавено оповестяване на вътрешна информация.
- (3) Вариант 3 – сигнализиране за забавено оповестяване на вътрешна информация.
- (4) Вариант 4 – определяне на условията за забавено оповестяване в случай на първостепенна важност.
- (5) Вариант 5 – изясняване на оповестяването на сделки на заемащите ръководни постове.

4.7. Намаляване на административните тежести, особено за МСП

- (1) Вариант 1 – без действие от страна на ЕС.
- (2) Вариант 2 – режим за МСП за оповестяване на вътрешна информация.
- (3) Вариант 3 – освобождаване на МСП от оповестяването на вътрешна информация.
- (4) Вариант 4 – хармонизиране на списъци на лица с достъп до вътрешна информация.
- (5) Вариант 5 – освобождаване на МСП от изискването за списъци на лица с достъп до вътрешна информация.
- (6) Вариант 6 – премахване на отчитането на сделките на заемащите ръководни постове.
- (7) Вариант 7 – хармонизиране на изискванията за отчитане на сделките на заемащите ръководни постове с увеличен праг за всички емитенти, включително МСП.
- (8) Вариант 8 – режим за МСП за отчитане на сделките на заемащите ръководни постове.

5. ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО НА ПРЕДПОЧИТАНИТЕ ВАРИАНТИ

Различните варианти за политика бяха изпробвани според критериите за тяхната ефективност и ефикасност при постигането на съответните цели. Сравнението на вариантите за политика доведе до следните заключения:

- *Организиран пазар, платформи и извънборсови сделки*: предпочитаният вариант е комбинация от вариантите 2, 3, 4, 5, 7 и 8. Съчетаването на варианти 4, 5 и 8 би осигурило равнопоставеност и високо ниво на защита на инвеститорите и лоялни отношения на пазара за финансови инструменти, независимо от тържището, до което са допуснати да се търгуват. Съчетаването на варианти 2 и 3 би гарантирало, че манипулирането на пазара на основните инструменти чрез извънборсови деривати като СКН също ще бъде ясно забранено. Вариант 7 ще улесни регулаторите при разкриването и санкционирането на манипулативни практики чрез търгуване с висока честота на сделките.
- *Деривати върху борсови стоки*: предпочитаният вариант е комбинация от вариантите 3, 4, 5, и 7. Съчетани, тези варианти ще изяснят съществуващите определения и забрани, като ще гарантират, че стратегиите, даващи възможност за манипулиране между различните инструменти са обхванати напълно и предлагат равнопоставеност за инвеститорите. По отношение на цените хеджирането може да стане по-скъпо за производители, а надзорните органи ще трябва да инвестират в допълнителни инструменти за обработка на данни и контрол. По отношение на предимствата за инвеститорите ще бъде ясно каква информация може да очакват да получат и какво трябва да е поведението им на пазари на деривати.
- *Правомощия на регулаторите*: предпочитаният вариант е комбинация от вариантите 2, 3, 4, 5 и 6. Съчетаването на тези варианти ще гарантира, че регулаторите ще разполагат със съответните правомощия да разкриват пазарни злоупотреби, по-специално чрез улесняване на разкриването на подозрителни извънборсови сделки и нареждания и чрез налагане на санкции за опити за манипулиране на пазара. Пакетът ще гарантира, че ако има разумни основания за подозрения за пазарни злоупотреби, компетентните органи ще имат правомощия за достъп до записи на телефонни данни от далекосъобщителни оператори и да влизат в частни помещения въз основа на мерки в съответствие с Директивата за правото на неприкосновеност на личния живот и електронни комуникации и Хартата за основните права. И накрая, пакетът ще подобри разкриването, като предоставя защита от възмездие и стимули за подаващите сигнали за нарушения лица.
- *Санкции*: предпочитаният вариант е комбинация от варианти 2, 4 и 6. Тези варианти, които се подсилват един друг, ще гарантират ефективни, пропорционални и възпиращи санкции в рамката относно пазарните злоупотреби. В съответствие с член 83, параграф 2 от Договора (ДФЕС) въвеждането на изискване за наказателноправни санкции за нарушения, свързани със злоупотреба с вътрешна информация и манипулиране на пазара, както е определено на ниво ЕС, се счита за съществено и пропорционално за функционирането на вътрешния пазар.

- *Възможности за право на преценка*: предпочитаният вариант е номер 3. Прилагането на този вариант би отстранило един източник на правна несигурност, ще изясни приложимата правна рамка и ще бъде стъпка към създаването на единен правилник в ЕС.
- *Основни понятия*: предпочитаният вариант е комбинация от варианти 3, 4 и 5. Съчетанието на тези варианти би гарантирало по-голяма правна сигурност по отношение на отложеното оповестяване и сделките на заемащите ръководни постове, като същевременно ще отстрани една от възможностите в Директивата.
- *МСП/административна тежест*: предпочитаният вариант е комбинация от варианти 2, 4, 5 и 7. Тези четири варианта ще намалят всестранно административните тежести по отношение на свързаните с емитентите изисквания на рамката относно пазарните злоупотреби и ще установят специфичен режим по отношение на пазарните злоупотреби за МСП с намалена административна тежест върху тях.

6. НАБЛЮДЕНИЕ И ОЦЕНКА

Комисията ще наблюдава как държавите-членки прилагат предложените промени в законодателната инициатива относно пазарните злоупотреби. Оценката на последиците от приложението на законодателната мярка може да се извърши три години след нейното влизане в сила в контекста на доклад до Съвета и до Парламента. Той може да е въз основа на данните от националните компетентни органи за санкциите за пазарни злоупотреби и на отчет от ЕОЦКП за натрупания опит от регулаторите.