

ОСОБЕНОСТИ НА НОВАТА РЕГУЛАТОРНА РАМКА ЗА ПРЕВЕНЦИЯ СРЕЩУ МАНИПУЛИРАНЕТО НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ В ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ

Емил Асенов*

Увод

Интегрираният финансов пазар и наличието на доверие от страна на инвеститорите предполагат наличие на лоялни пазарни отношения. Безпроблемното функциониране на пазарите на ценни книжа и доверието на обществеността в тези пазари са необходими предпоставки за функционирането на пазарната икономика и осигуряване на икономическия растеж.

Манипулирането и пазарните злоупотреби нанасят тежки вреди на инвеститорите, тъй като могат да бъдат причина те да вземат инвестиционни решения, като ползват невярна или изопачена информация.

Манипулирането на финансови инструменти, от друга страна, нанася вреди и на емитентите, тъй като води до намаляване на доверието в наличната информация за тях. Липсата на доверие от страна на пазара може на свой ред да застраши способността на емитентите да издават нови финансови инструменти или да получат необходимото финансиране на операциите си.

Опасностите, които крие манипулирането на финансовите пазари, са идентифицирани твърде отдавна. В САЩ пазарните манипулации са обект на нормативно регулиране още от годините на Голямата депресия – през 1933 и 1934 г. От тогава регулаторната рамка относно манипулирането на пазарите непрекъснато е била променяна и допълвана. През изтеклия период бе натрупан и значителен опит в практиката на надзорните органи, в пазарните проучвания и съдебните решения.

Необходимостта от по-висока степен на превенция срещу тежките, негативни ефекти, които произтичат от манипулирането на финансовите пазари в Европейския съюз, **определят и целите на настоящото изследване. Те изискват да бъдат дефинирани слабостите и проблемите, свързани с прилагането на съществуващата регулаторна рамка на финансовите пазари в Европейския съюз, и да се обоснове необходимостта от нейната съществена промяна.** В тази връзка са представени и новите нормативни решения в Регламент 596/ 2014 от 16 април 2014 г. относно пазар-

* Емил Асенов е доктор по икономика, доцент към катедра "Финансов контрол" в УНСС; e-mail: emilassenov@gbg.bg

ната злоупотреба (Регламент относно пазарната злоупотреба) и Директива 2014/57 относно наказателно-правните санкции за пазарна злоупотреба (Директива за пазарната злоупотреба) с оглед постигането на по-висока степен на превенция срещу пазарните манипулации.

За постигане на целите на изследването е **използван методът на нормативен анализ** на някои от най-важните нормативни актове, които изграждат регулаторната рамка на пазара на финансови инструменти в Европейския съюз. Основно направление на анализа на нормативната уредба е определянето на ефективността на нормативните актове и идентифициране на значимите проблеми при прилагането им. В анализа са посочени онези, изведени като проблемни или необходими, елементи на правната рамка, които по принцип намират своето ново законодателно решение.

Изследването е насочено преди всичко към проблемите, които са отнасят до практиките за манипулирането на финансовите пазари чрез създаването на невярна или подвеждаща представа относно търговията и цената на финансови инструменти, както и случаите на информационна манипулация. Изследването не се отнася до **нарушенията, свързани с търговията с вътрешна информация**.

Като се ползват резултатите от нормативния анализ на съществуващата регулаторна рамка и предлаганата нова система от наказателни и административни санкции, се дефинира аргументирано предположение относно постигането на **по-висока степен хомогенност и ефективност на бъдещата регулация на финансовите пазари**.

1. Потребност от промяна на режими за надзор и налагане на санкции, свързани с манипулиране на финансови инструменти в Европейския съюз

Проблемите, свързани с пазарните манипулации, са обект на множество научни изследвания от редица учени и специалисти като М. Багноли (Vagnoli, Lipman, 1990), Дж. Бейли, У. Шарп, Г. Александър (Шарп и др. 1998, с. 1028), Р. Бенабоу (Benabou, Laroque, 1992), Р. Джароу (Jarrow, 1992), Ф. Алън (Allen, Gorton, 1992, р. 624-630), Р. Хигинс (Хигинс, 2005, с. 219), А. Буренин (Буренин, 2002, с. 350), И. Меншиков (Меньшиков, 1998, с. 415), Г. Колесников (Колесников, 2001) О. Симеонов, М. Ламбовска (Симеонов, Ламбовска, 2011) и др.

Прегледът на тези източници показва, че в научните изследвания е създадена значителна и разнообразна методология за определяне съдържанието и характерните особености на пазарните манипулации.

Историческият преглед на регулаторната рамка и практиките относно манипулирането на пазарите насочва към следните изводи:

1. Манипулирането на финансовите пазари е проблем с дълбоки исторически корени в стопанската история (първото съдебно дело, което имало като свой предмет манипулиране на пазара, се е състояло в Англия през 1814 г.).

2. Системата за регулиране на манипулативни практики, както и самата система за регулиране на пазара на ценни книжа бележи своето начало през 30-те години на XX век в САЩ, като отговор на значителните злоупотреби и манипулации на фондовите пазари по време на Великата депресия (Securities Act of 1933; Securities Exchange Act of 1934 Section 10 Regulation of the use of Manipulative and Deceptive Devices).

3. Регулирането на фондовите пазари, особено в САЩ, има висока степен на ефективност. За постигането на този резултат спомага в значителна степен отсъствието на противоречия в практиките на различните надзорни институции и утвърдените традиции в съдебна практика.

4. Съпоставката между приложимите регулаторни режими в ЕС и САЩ показва много съществени разлики. Така например според американската практика, регистрирането дори само на намерение за манипулативно пазарно поведение е достатъчно основание за търсене на отговорност. В тези случаи дори се прилага обратна тежест при доказване на вината от санкционираното лице. Досегашният опит сочи, че подходът, прилаган в САЩ, е значително по-ефективен.

Обстоятелството, че пазарните манипулации са обект на множество теоретични изследвания, на системен интерес от страна на регулаторни органи, на разнообразни нормативни решения **подчертава значимостта на тази проблематика както в настоящия момент, така и в бъдеще, с оглед развитието на финансовите пазари, прилагането на нови технологии и появата на нови форми на манипулации.**

Регулаторната рамка, която се прилага в рамките на Европейския съюз, е изградена значително по-късно в сравнение с тази в САЩ. През 1989 г. бе приета Директива 89/592/ЕЕС за координиране на сделките с участието на лица, които разполагат с вътрешна информация (инсайдъри). С цел усъвършенстване на законодателството по-късно бе приета Директива 2003/6/ЕО (Directive 2003/6/EC, 2003) относно злоупотребите с вътрешна информация и манипулирането на пазарите. Според текста на тази Директива манипулацията на пазара може да се осъществи чрез два основни способа. Единият се отнася до търговска манипулация, чрез извършването на сделки или подаването на нареждания, които:

1. Създават или могат да създадат невярна или подвеждаща представа относно търсенето, предлагането или цената на финансови инструменти, или които

2. Определят чрез действията на едно лице или чрез съвместни действия на две или повече лица цената на един или няколко финансови инструмента на необичайно или изкуствено ниво.

3. Позволяват да се използват фиктивни способности или други форми на измамни действия.

Вторият способ се отнася до информационната манипулация, която се извършва чрез създаването на невярна информация, както и чрез преднамереното пропускане на съществени факти и в умишлено неточното представяне на информация.

Пазарна манипулация може да бъде налице и в случаите, когато се изразява мнение за финансови инструменти, за които предварително са открити позиции по тях и впоследствие се извлича полза от влиянието на изразеното мнение.

В текста на Директива 2003/6/ЕО бе поставено изискването към държавите членки да гарантират, че техните компетентни органи разполагат с достатъчно правомощия, за да бъдат в състояние да откриват и разследват случаите на пазарна злоупотреба. Директивата изисква от държавите членки също така да гарантират, че ще налагат подходящи административни санкции по отношение на лицата, отговорни за нарушения на националните правила, приети с оглед нейното изпълнение.

Практиките, свързани с прилагането на Директива 2003/6/ЕО, бяха обект на оценка от страна на "Групата на високо равнище по въпросите на финансовия надзор в Европейския съюз", известна още като групата "дъо Ларо-зиер".

Окончателната оценка на регулаторната рамка и националните практики, свързани с нейното приложение, бе представена в заключителен доклад на 25.02.2009 г. Основната констатация в нея бе, **че системите на наказателни и административни санкции на държавите – членки на Съюза, като цяло са слаби и разнородни**. По-конкретно оценката на националните регулаторни системи [1] показва, че:

1. Не всички национални компетентни органи разполагат с необходимия набор от правомощия, за да противодействат адекватно на пазарните злоупотреби с подходящи санкции. По-специално не във всички държави са предвидени имуществени административни санкции за манипулиране на пазара. От друга страна, размерът на тези санкции варира в широки граници в различните държави от Европейския съюз.

2. Досегашният опит сочи, че прилаганите досега административни санкции се оказват много често **недостатъчни, за да се гарантира съответствие с правилата за предотвратяването на пазарни злоупотреби**.

3. Не всички държави от Европейския съюз са предвидили наказателно-правни санкции относно манипулиране на пазарите. Различните

подходи, които се прилагат от националните държави, подкопават усилията за унифицирането на условията за извършване на дейност на финансовите пазари. В същото време това обстоятелство може да бъде използвано от определени категории лица да извършват пазарна злоупотреба в държави, които не предвиждат наказателно-правни санкции. Границите, в които се прилага наказателна отговорност, са твърде широки. Наказанието за пазарно манипулиране, например в Люксембург, е лишаване от свобода в максимален срок от една година, докато в Латвия този срок достига 15 години.

4. Не е налице общо разбиране, валидно за целия Европейски съюз, **относно видовете на поведение, които могат да се класифицират като тежко нарушение на правилата за пазарна злоупотреба.**

5. Констатирани са също така сериозни проблеми, свързани с **дейността на многостранните системи за търговия (МСТ) и организираните системи за търговия (ОСТ).** С цел да се гарантират еднакви пазарни условия всички държави, където функционират многостранни системи за търговия (МСТ) или организирани системи за търговия (ОСТ), страните от Европейския съюз са длъжни да прилагат ефективни договорености и процедури, насочени към предотвратяване или разкриване на практиките на манипулиране на пазара.

Тези изисквания обаче се изпълняват по различен начин в страните от Европейския съюз. Изискванията на директивата се изпълняват в пълен обем само в три държави – Унгария, Испания, Нидерландия. В Гърция и Малта тези изисквания се прилагат в пълен обем, но само по отношение на някои от многостранните системи за търговия. Прилагането на отделни части на директивата по отношение на всички многостранни системи за търговия е практика в Австрия, Дания, Литва, Люксембург, Полша, Португалия, Словакия, Швеция. В Белгия, Великобритания, Германия, Италия, Финландия, Франция се прилагат отделни части на директивата по отношение на някои многостранни системи за търговия. И накрая практически в една трета от държавите – членки на Съюза (България, Ирландия, Кипър, Латвия, Румъния, Словения, Чехия, Естония), директивата не се прилага по отношение на сделките, извършвани по отношение на многостранни системи за търговия.

6. Прилаганият подход в европейското законодателство за **конкретно описание на видовете и съставите на пазарна манипулация** едва ли може да бъде определен като най-сполучливият. Той очевидно изостава от креативността на финансовите спекуланти и изключително динамичното развитие на финансовите продукти и техниките за тяхното търгуване [2]. Ето защо е необходимо да се прилагат по-широки терминологични формулировки, което да направи процеса на регулиране по-адекватен по отношение на реалностите на пазарната среда.

7. Като се имат в предвид характеристиките на съвременната информационна среда и засиленото използване на социални медии, трябва категорично да се приеме, че разпространяването на **невярна или подвеждаща информация чрез интернет** (включително чрез сайтове с неизвестен автор) трябва също така да бъде класифицирано като равностойно на манипулативни действия, извършвани чрез традиционните комуникационни канали.

8. Ефективната превенция на пазарните манипулации предполага и прилагането в бъдеще на по-категорична забрана на лицата, които упражняват дейност на финансовите пазари, да съобщават информация, противоречаща на личното им мнение и преценка, **за която те знаят или би трябвало да знаят, че е невярна или подвеждаща в ущърб на инвеститорите и емитентите.**

2. Нови форми на манипулацията на финансови инструменти

Наред със съществуващите проблеми анализът на съвременните манипулативни практики показва, че се появяват нови форми на манипулиране като:

1. Манипулиране на финансови инструменти **чрез поведение, което възниква извън мястото на извършването на търговия с финансовия инструмент.**

2. Манипулации **чрез извършването на нареждания, които впоследствие да не бъдат изпълнени.**

3. Участие в манипулиране на пазара по отношение на финансов инструмент може да се осъществи чрез **използване на свързани финансови инструменти, като например дериватни инструменти**, които се търгуват на друго място на търговия или на извънборсовия пазар.

4. Някои финансови инструменти, които не се търгуват на мястото на търговия, също биват използвани за пазарна манипулации. Към тях принадлежат финансови инструменти, цената или стойността на които зависи от финансови инструменти, търгувани на място на търговия.

5. Манипулирането на пазара, може да бъде реализирано и чрез **конкретни неправомерни стратегии**, чрез използването на съвременните системи за търговия, включително алгоритмична търговия и високочестотна търговия (HFT – High-frequency trading), които могат да са неправомерни.

6. Манипулирането на финансовите инструменти от организирани групи лица, които извършват пазарна злоупотреба. В тази група могат да бъдат включени брокери, които **изготвят и препоръчват търговски стратегии, предназначени да доведат до пазарни злоупотреби.**

7. Манипулиране от лица, които насърчават друго лице, разполагащо с вътрешна информация, да **разкрие тази информация незаконно**, както и

лица, които разработват **софтуер в сътрудничество с търговец с цел улесняване на извършването на пазарна злоупотреба.**

8. Особено негативни ефекти **предизвиква манипулирането на бенчмаркове.** В практиките на финансовите пазари стойността на много финансови инструменти се определя върху основата на конкретен бенчмарк. Скандалът преди няколко години, свързан с манипулирането на LIBOR (лондонският междубанков лихвен процент), показва, че пропуските и вратичките в регулаторната рамка могат да подкопаят доверието в пазара и да доведат до значителни загуби за инвеститорите.

3. Изисквания на новата правна рамка за превенция срещу манипулацията на финансови инструменти

Новата правна рамка за превенция срещу манипулацията на финансови инструменти се изгражда от два нови нормативни акта. Те са Регламент 596/2014 от 16 април 2014 г. относно пазарната злоупотреба (Регламент относно пазарната злоупотреба) и Директива 2014/57 относно наказателно-правните санкции за пазарна злоупотреба (Директива за пазарната злоупотреба) (Regulation (EU) No 596/2014; Directive 2014/57/EU).

Регламент 596/2014 определя кръга на нарушенията, които дават основание за търсене на административно-наказателна отговорност, докато Директива 2014/57 определя съставите на по-тежките нарушения, които се квалифицират като престъпления и съответно предполагат търсене на наказателна отговорност. Тези нормативни документи, макар с различен инструментариум, имат обща цел, а съдържанието им взаимно се допълва.

Новата регулаторна рамка изисква прилагането на множество нови мерки от организационно, технологично и правно естество. Техният анализ дава **основание да се приеме, че чрез тях може да се постигне по-ефективна и адекватна превенция срещу манипулативни действия.**

На първо място, в тях се предлагат следните решения от организационен и правен характер:

1. С цел да се гарантират еднакви пазарни условия на местата за търговия и системите, всички лица или организации, които организират регулирани пазари, многостранни системи за търговия (МСТ) и организирани системи за търговия (ОСТ), е необходимо да приемат и поддържат ефективни системи и процедури, **насочени към предотвратяване или разкриване на практиките на манипулиране на пазара и на злоупотреби.**

2. Лицата, натоварени професионално с организирането или извършването на сделки, трябва да разполагат и поддържат ефективни инструменти за **откриване и съобщаване за подозрителни сделки. Те трябва също**

така да съобщават и наличието на подозрителни нареждания и сделки, които се осъществяват извън мястото на търговия.

3. Значителните загуби за инвеститорите и нарушаването на функционирането на реалната икономика, свързани с манипулирането на бенчмаркове, изискват дефинирането на **специфични разпоредби по отношение на този вид манипулация**. Целта е да се гарантира, че компетентните регулаторни органи са в състояние да налагат спазването на недвусмислена забрана за манипулирането на бенчмарковете. Тези разпоредби следва да се отнасят до всички публикувани бенчмаркове, включително и за тези, които са достъпни чрез интернет [3].

4. За да бъде гарантирана прозрачността на пазарите, операторите на регулиран пазар, МСТ или ОСТ, трябва да **предоставят незабавно на компетентните органи подробна информация за своите финансови инструменти**, които са допуснати до търговия, за които е подадено заявление за допускане до търговия или които са били търгувани на тяхното място на търговия. От своя страна, компетентните органи трябва да уведомяват Европейския орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП), който да публикува списък на всички нотифицирани финансови инструменти.

5. За да бъде ефективна, към забраната за манипулиране на пазара трябва да се добави и **забрана за опити за участие в манипулиране на пазара**. В тази връзка е необходимо да се прави разграничение между опит за участие в манипулиране на пазара и поведение, което има вероятност да доведе до манипулиране на пазара. Независимо от разликите във формите на изпълнително деяние, и двата състава трябва да бъдат забранени. В групата на опитите за манипулиране трябва да бъдат включени и тези случаи, **при които дейността е започнала, но не е приключила**, например вследствие на техническа неизправност или неизпълнено нареждане за търговия. Забраната на опити за участие в манипулиране на пазара е необходимо условие, за да могат компетентните органи да налагат санкции за подобни опити.

6. За да се гарантира, че отговорността се носи както от юридическото лице, така и от всяко физическо лице, което участва в процеса на вземане на решения на юридическото лице, е необходимо да бъдат признати като приложими различните национални правни механизми в държавите членки. Такива механизми следва да са пряко свързани с методите **на търсене и налагане на наказателна отговорност в националното право на страните – членки на Съюза**.

4. Необходимост от минимални общи правила за търсене на наказателна отговорност за манипулиране на пазара в страните от Европейския съюз

Изключително важна мярка срещу манипулацията на пазарите е установяването в рамките на Европейския съюз на **минимални правила относно определянето на наказателна отговорност за престъпления, извършени от физически лица**, както и отговорността на юридическите лица. Подобно решение би имало следните последици:

1. Налагането на наказателно-правни санкции за извършване на пазарни злоупотреби ще окаже по-силен и възпиращ ефект върху потенциалните нарушители;

2. Наличието на общи минимални правила ще даде възможност да се използват по-ефективни методи на разследване и да бъде по-ефективно сътрудничеството между държавите – членки на Съюза;

3. Тежките негативни ефекти от пазарните манипулации изискват в настоящия момент да се подсилят превенцията срещу пазарните злоупотреби чрез предвиждане на наказателно-правни санкции [4], които по принцип са израз на по-силно обществено неодобрение в сравнение с административните санкции;

4. Инкриминиране на най-тежките форми на пазарна злоупотреба ще даде ясен сигнал на обществеността, а също и на потенциалните нарушители, че компетентните органи в държавите – членки на Съюза, имат необходимата висока степен на мотивация за противодействие срещу такива злоупотреби.

В тази връзка в Директива 2014/57 е посочен и съставът, при наличието на който манипулирането на пазара би следвало да се счита за **тежко, квалифицирано престъпно деяние**. Тежко престъпно деяние ще е налице в следните случаи:

1. когато целостта на пазара е засегната в голяма степен;

2. действителната, потенциалната, извлечената печалба или избегнатата загуба са значителни;

3. размерът на причинената вреда на пазара е голям;

4. равнището на изменение на стойността на финансовия инструмент, спот договори за стоки или първоначално използвания размер на средствата е високо;

5. когато манипулирането е извършено от лице, наето или работещо във финансовия сектор, в надзорен или регулаторен орган.

5. Предмет на наказателните санкции за манипулиране на пазара

Налагането на наказателни санкции има за цел да осигури защитата на интересите на инвеститорите и доверието във финансовите пазари в Европейския съюз. Предметът на тези санкции се отнася до [5]:

1. финансови инструменти, които са допуснати до търговия на регулиран пазар или които са предмет на заявление за допускане до търговия на регулиран пазар;

2. финансови инструменти, които се търгуват на многостранна система за търговия (МСТ), които са допуснати до търговия на МСТ или за които е подадено заявление за допускане до търговия на МСТ;

3. финансови инструменти, които се търгуват на организирана система за търговия (ОСТ);

4. финансови инструменти, които формално не попадат в обхвата на посочените по-горе, но чиято цена или стойност зависи от цената или стойността на тези финансови инструменти, или оказва въздействие върху тяхната цена или стойност, включително, но без да се изчерпва с тях, суапи за кредитно неизпълнение или договори за разлика;

5. спот договори за стоки, които не са енергийни продукти на едро, при които сделката, нареждането или поведението оказва въздействие върху цената или стойността на финансов инструмент;

6. видове финансови инструменти, включително договори за деривати или дериватни инструменти за прехвърляне на кредитен риск, при които сделката, нареждането, офертата или поведението имат въздействие върху цената или стойността на спот договор за стоки, при който цената или стойността зависи от цената или стойността на тези финансови инструменти;

7. поведение във връзка с манипулиране на бенчмаркове;

8. поведение или сделки, включително оферти, свързани с търговия на тръжна платформа, която е лицензирана като регулиран пазар на квоти за емисии или на други тръжни продукти, основани на тях, включително когато продаваните на тръг продукти не са финансови инструменти;

9. всяка сделка, нареждане или поведение, отнасящо се до финансов инструмент, независимо от това дали тази сделка, нареждане или поведение се осъществява на място на търговия;

10. поведение или сделки, включително оферти, свързани с търговия на тръжна платформа, която е лицензирана като регулиран пазар на квоти за емисии или на други тръжни продукти, основани на тях, включително когато продаваните на тръг продукти не са финансови инструменти [6].

6. Ограничение на обхвата на наказателни санкции за манипулиране на пазара

При определянето на отговорността за манипулиране на пазара са възможни и случаи, при които лице, което сключва сделки или издава нареждания за търговия, където макар да са налице признаците за манипулиране на пазара, да се окаже, че причините, които са го накарали да сключи тези сделки или да издаде нареждания за търговия, са били законосъобразни или че тези сделки и тези нареждания за търговия са били съобразени с общоприетата пазарна практика на съответния пазар.

Наличието на общоприета пазарна практика в тези случаи може да бъде установено само от компетентния орган в съответната страна. При преценката на този орган трябва да се има в предвид, че практика, която е приета на даден пазар, не може да се счита за приложима за други пазари, освен ако компетентните органи на тези пазари не са приели официално тази практика.

В тази връзка наказателно-правните санкции за престъплението "манипулиране на пазара" не се прилагат относно:

1. търговия със собствени акции в програми за обратно изкупуване [7],
2. търговия с ценни книжа или със свързани инструменти [8], за стабилизиране на ценни книжа [9];
3. сделки, нареждания или поведение при изпълнение на паричната политика, политиката по отношение на обменния курс или политика по отношение управлението на публичния дълг [10] от него, дейности в изпълнение на целите на политиката на Европейския съюз в областта на изменението на климата [11] или дейности в изпълнение на целите на общата селскостопанска политика на Съюза или на общата политика на Съюза в областта на рибарството [12].

7. Характеристика на състава на престъпление по манипулиране на пазара [13]

По повод на прилагането на Регламент (ЕС) № 596/2014 държавите от Европейския съюз трябва да предприемат необходимите мерки с **оглед инкриминирането на манипулирането на пазара като съставомерно престъпление**. То може да бъде **квалифицирано като престъпление, когато е извършено умишлено в следните случаи**:

а) сключване на сделки, даване на нареждане за търговия или всяко друго поведение, което:

- подава неверни или подвеждащи сигнали по отношение на предлагането, търсенето или цената на финансов инструмент;

- определя цената на един или повече финансови инструменти на ненормално или изкуствено ниво.

В тези случаи е налице престъпление, освен ако причините, поради които лицето е сключило сделките или дало нарежданията за търговия, са законосъобразни и тези сделки или нареждания за търговия съответстват на приетите пазарни практики на съответното място на търговия.

Други състави на това престъпление могат да се отнасят до:

б) сключване на сделки, даване на нареждане за търговия или друг вид дейност или поведение, което оказва влияние върху цената на един или повече финансови инструменти, което включва фиктивно средство или друга форма на измама или хитрост;

в) разпространяване на информация чрез медиите, включително интернет, или чрез всякакви други средства, която дава неверни или подвеждащи сигнали за предлагането, търсенето или цената на даден финансов инструмент или определя за един или няколко финансови инструмента цена на ненормално или изкуствено равнище, когато лицата, които са направили разпространението, извличат предимство или полза за себе си или за друго лице от разпространяването на въпросната информация;

г) предаване на невярна или подвеждаща информация или предоставяне на неверни или подвеждащи входни данни или всяко друго поведение, с което се манипулира изчисляването на бенчмарк.

Подбудителството и помагачеството, както и опитите, свързани с престъпленията за манипулиране на пазара, също трябва да бъдат обект на наказателно преследване [14].

8. Срокове за транспониране в рамките на националното законодателство на държавите – членки на Европейския съюз

Държавите – членки на Съюза, бяха задължени да приемат и публикуват до 3 юли 2016 г. законовите, подзаконовите и административните разпоредби, които са необходими, за да се съобрази националното им законодателство с изискванията на Директива 2014/57. Те трябва незабавно след приемането им да представят на Европейска комисия текста на приетите нови разпоредби.

До 4 юли 2018 г. Европейската комисия трябва да докладва на Европейския парламент своята оценка относно прилагането на Директива 2014/57. Тя може, ако се налага, да обоснове необходимостта от изменянето ѝ, включително във връзка с тълкуването на тежките случаи на манипулиране на пазара и степента на приемане на незадължителните елементи в директивата.

9. Транспониране на новата регулаторна рамка срещу пазарни манипулации в законодателството на България

Отмяната на Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 28 януари 2003 г., по повод на която бе приет Законът срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти, и въвеждането на новата регулаторна рамка наложиха отмяната на глави втора, трета и четвърта от действащия закон. Вместо отменените текстове, в сила влязоха разпоредбите на Регламент (ЕС) № 596/2014.

В изпълнение изискването на чл. 22 от Регламента, Комисията за финансов надзор, както и заместник-председателят на комисията, който ръководи управление "Надзор на инвестиционната дейност", бяха определени като компетентни органи по смисъла на регламента.

Новата редакция на закона предвижда Комисията за финансов надзор да упражнява правомощията по чл. 13, 24, 25, 26, 29, 30, пар. 2, "б", "г", "д" и "е" и чл. 33 от Регламента, които са свързани с установяване на приети пазарни практики, със сътрудничество с Европейския орган за ценни книжа и пазари, с органите на други държави и с предприемане на някои от административните мерки по регламента.

От своя страна, заместник-председателят на комисията, който ръководи управление "Надзор на инвестиционната дейност", ще упражнява всички други правомощия на компетентен орган по регламента, които не са предоставени в изричната компетентност на Комисията. Тези правомощия по принцип основно се отнасят до упражняването на текущ надзор.

За да се осигури прилагането на Регламент (ЕС) № 596/2014, също така бяха въведени конкретни срокове, в които лицата, задължени по регламента, е необходимо да разкриват информация или да докладват определена информация пред компетентните органи или пред обществеността.

10. Принудителни административни и административно-наказателни мерки според Закона за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти

С цел осигуряване изпълнението на чл. 30 от Регламент (ЕС) № 596/2014 в Закона за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти бяха предвидени принудителни административни мерки и административно-наказателни разпоредби. Трябва да се отбележи, че максималните размери на предвидените глоби и имуществените санкции произтичат от размера на санкциите в регламента. В закона изрично е посочено, че при определяне вида на принудителната мярка, съответно при определяне вида и размера на административните наказания, се вземат предвид

обстоятелствата по чл. 31 от Регламент (ЕС) № 596/2014. Прилагането на административни и административно-наказателни мерки има следната цел:

1. Предотвратяване и преустановяване на административните нарушения на нормативните изисквания и на Регламент (ЕС) № 596/2014 и на актовете по прилагането му;

2. Предотвратяване и отстраняване на вредните последици от извършени административни нарушения;

3. Възпрепятстване упражняването на надзорната дейност осъществявана от Комисията за финансов надзор.

В съответствие със Закона за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти Заместник-председателят на Комисията за финансов надзор има правомощието да:

1. издаде задължителни предписания за предприемане в определен от него срок на конкретни мерки, необходими за отстраняване на нарушенията, на вредните последици от тях или на опасността за интересите на инвеститорите;

2. спре търговията с определени финансови инструменти;

3. иска налагане на запор на движими вещи и вземания и/или възбрана върху недвижими имоти;

4. задължи емитента да разкрие информация в съответствие с Регламент (ЕС) № 596/2014 в определен от заместник-председателя срок.

В тези случаи Комисията за финансов надзор може да издаде:

1. временна забрана за всяко лице, което изпълнява ръководни функции в инвестиционен посредник, или за всяко друго физическо лице, което носи отговорност за нарушението, да изпълнява ръководни функции в инвестиционни посредници и/или да търгува за собствена сметка;

2. в случай на повторни или системни нарушения на чл. 15 от Регламент (ЕС) № 596/2014 – постоянна забрана за всяко лице, което изпълнява ръководни функции в инвестиционен посредник, или всяко друго физическо лице, което носи отговорност за нарушението, да изпълнява ръководни функции в инвестиционни посредници.

КФН може да отнеме лиценза на инвестиционен посредник за извършване на дейност, ако инвестиционният посредник и/или лица, които са членове на управителния или контролния му орган или управляват дейността му, са извършили и/или са допуснали извършване на нарушение на чл. 15 от Регламента или друго грубо или системно нарушение на Закона за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти или на Регламента.

Според Закона за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти, който извърши или допусне извършването на нарушение на член 15 от Регламент (ЕС) № 596/2014, се наказва с глоба в

размер от 20 000 до 5 000 000 лв., а при повторно нарушение – от 40 000 до 10 000 000 лв., ако деянието не съставлява престъпление.

За нарушения на юридическите лица и едноличните търговци санкцията е в размер от 50 000 до 15 000 000 лв., а при повторно нарушение – от 100 000 до 30 000 000 лв.

Заклучение

В заключение може да се посочи, че новата правна рамка относно превенцията срещу манипулацията на финансови инструменти се изгражда върху няколко основни предпоставки:

1. Наличие на стабилни пруденциални и етични правила за финансовия сектор, прилагането на които се осигурява чрез силен режим на институционален надзор;

2. Прилагане на система от административни и наказателни санкции, които са "ефективни, съразмерни и възпиращи";

3. Надзорни органи, които разполагат с достатъчни правомощия за равностойни действия срещу всички финансови престъпления, чрез санкции, които се прилагат ефективно;

4. Единни, хомогенни правила във всички страни от Европейския съюз, което позволява намаляване на регулаторната сложност и разходите, свързани със спазване на нормативната уредба.

Особеностите на новата регулаторна рамка дават основание да се предположи, че тя създава необходимите нормативни предпоставки за постигане на по-висока степен на ефективност на превенцията срещу практиките на манипулиране на финансовите пазари в страните от Европейския съюз.

Бележки:

[1] Такива например са фалшивите или "кухи", поръчки, подавани, за да "напомпат" цената на ценни книжа; wash sales (сделки без смяна на икономическия собственик, предназначени да симулират активност на пазара по определена позиция); търговия при затваряне на пазара, предназначена да фиксира цените на дадени финансови инструменти; търговия "преди клиента" – комбинация от манипулация и търговия на базата на вътрешна информация, че голяма клиентска поръчка ще бъде въведена и изпълнена по определена позиция, като нарушителят се възползва от незнанието на пазара, за да придобие/продаде книжа по неповлияната от тази поръчка цена; "паркиране" – или търговия, или държане на ценни книжа чрез подставено лице; "churning" – или активна търговия по клиентски сметки с единствената цел да се генерират комисиони; търговия между клиенти по договори за

доверително управление и подставени от управляващия портфейлите лица с цел облагодетелстване на последните и др.

[2] Оценката е в съответствие с изискванията на Директива 2003/6/ЕО.

[3] Тези разпоредби са в допълнение към Регламент (ЕС) № 1227/2011, с който се забранява преднамерено предоставяне на невярна информация на предприятията, извършващи оценки на цените или изготвящи доклади за пазара за енергийни продукти на едро, което води до подвеждане на участниците на пазара, действащи въз основа на тези оценки на цените или на доклади за пазара.

[4] В известен смисъл тук е налице промяна на подхода в съдържанието на превенцията. През 1984 г. по повод на делото "Оцтюрк" Европейският Съд по правата на човека отбеляза общата тенденция към прехвърлянето на някои престъпления от сферата на наказателното към административното право (т.е. декриминализиране) в страните – членове на Съвета на Европа. XIV Международен конгрес по наказателно право в една от своите резолюции (1989) приветства разширението на сферата на административно-наказателното право (dpoint administratif penal) за сметка на наказателното. Източник: Eur. Court H. R. Öztürk v. Federal Republic of Germany, Judgment of 21 February 1984. Series A. No. 73.

[5] Посочен в чл. 1 на Директива 2014/57.

[6] Регламент (ЕС) № 1031/2010 на Комисията от 12 ноември 2010 г. относно графика, управлението и други аспекти на търга на квоти за емисии на парникови газове съгласно Директива 2003/87/ЕО на Европейския парламент и на Съвета за установяване на схема за търговия с квоти за емисии на парникови газове в рамките на Общността (ОВ L 302, 18.11.2010 г., с. 1).

[7] В случаите, когато тази търговия се извършва в съответствие с член 5, параграфи 1, 2 и 3 от Регламент (ЕС) № 596/2014.

[8] В съответствие с член 3, параграф 2, букви а) и б) от Регламент (ЕС) № 596/2014.

[9] В случаите когато тази търговия се извършва в съответствие с член 5, параграфи 4 и 5 от Регламент (ЕС) № 596/2014.

[10] В съответствие с член 6, параграф 1 от Регламент (ЕС) № 596/2014, сделки, нареждания или поведение, извършвани в съответствие с член 6, параграф 2.

[11] В съответствие с член 6, параграф 3 от Регламент (ЕС) № 596/2014.

[12] В съответствие с член 6, параграф 4 от Регламент (ЕС) № 596/2014.

[13] Посочен в чл. 12 на Регламент (ЕС) № 596/2014.

[14] Изискване на член 6 на Директива (ЕС) № 57/2014.

Референции:

Буренин, А. Н. (2002), Рынок ценных бумаг и производных инструментов, Москва: Научно-техническое общество имени академика С. И. Вавилова, с. 350.

(Burenin, A. N. (2002), Rynok tsennykh bumag i proizvodnykh instrumentov, Moskva: Nauchno-tehnicheskoye obshchestvo imeni akademika S.I.Vavilova, s. 350)

Закон за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти; Обн., ДВ, бр. 76 от 30.09.2016 г., в сила от 30.09.2016 г.

(Zakon za prilagane na merkite sreshtu pazarnite zloupotrebi s finansovi instrumenti; Obn., DV, br. 76 ot 30.09.2016 g., v sila ot 30.09.2016 g.)

Колесников, Г. (2001), "Современные способы манипулирования финансовыми рынками в России", Рынок ценных бумаг, №18.

(Kolesnikov, G. (2001), "Sovremennyye sposoby manipulirovaniya finansovymi rynkami v Rossii", Rynok tsennykh bumag, №18)

Меньшиков, И. С. (1998), Финансовый анализ ценных бумаг: Курс лекций. Москва.: Финансы и статистика, с. 415.

(Men'shikov, I. S. (1998), Finansovyy analiz tsennykh bumag: Kurs lektsiy. Moskva: Finansy i statistika, s. 415)

Симеонов, О., М. Ламбовска. (2011), Системи за управленски контрол, София, изд. "Екс-прес".

(Simeonov, O., M. Lambovska. (2011), Sistemi za upravleniski kontrol, Sofia, izd. "Eks-pres")

Хиггинс, Р. (2005), Отношения с инвесторами: передовой опыт. Пути создания акционерной стоимости / Хиггинс Ричард; пер с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, с. 219.

(Khiggins, R. (2005), Otnosheniya s investoram: peredovoy opyt. Puti sozdaniya aktsionerney stoimosti / Khiggins Richard; per s angl. M.: Al'pina Biznes Buks, s. 219)

Шарп У., Г. Александер, Дж. Бэйли (1998), Инвестиции / Пер. с англ. М: Инфра-М, с. 1028.

(Sharp U., G. Aleksander, Dzh. Beyli (1998), Investitsii / Per. s angl. M: Infra-M, s. 1028)

Allen, F., G. Gorton (1992), "Stock price manipulation, market microstructure and asymmetric information" European Economic Review Volume 36, Issues 2–3, April, Pages 624–630.

Bagnoli, M. and B. L. Lipman (1990), Stock Price Manipulation through Takeover Bids. Graduate School of Industrial Administration, Carnegie Mellon University.

Benabou, R. and G. Laroque (1992), Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus and Credibility, forthcoming in Quarterly Journal of Economics.

Commission Regulation (EU) No (EC) № 1031/2010 of 12 November 2010 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32010R1031>

David J. Leinweber and Ananth N. Madhavan (2001), "Three Hundred Years of Stock Market Manipulations", *The Journal of Investing Summer*, Vol. 10, No. 2: pp. 7-16.

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=URISERV:124035>.

Jarrow, R. A. (1992), Market Manipulation, Bubbles Corners and Short Squeezes, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0001.01.ENG.

Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive) http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0179.01.ENG Securities Act of 1933. Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law.

Securities Exchange Act of 1934 Section 10 Regulation of the use of Manipulative and Deceptive Devices/ Center for Corporate Law at the University of Cincinnati College of Law.

ОСОБЕНОСТИ НА НОВАТА РЕГУЛАТОРНА РАМКА ЗА ПРЕВЕНЦИЯ СРЕЩУ МАНИПУЛИРАНЕТО НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ В ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ

Резюме:

Разпространяването на невярна или подвеждаща информация може да има съществено въздействие върху цените на финансовите инструменти. Манипулацията може да нанесе значителни загуби на всички участници на финансовите пазари. Оценката на регулаторните рамки и националните практики показва, че системите на наказателни и административни санкции, прилагани в Европейския съюз като цяло са слаби и разнородни. Осъществяването на адекватна превенция срещу манипулативни действия в бъдеще изисква прилагането на мерки от организационно, технологично и правно естество. Изключително важна мярка е въвеждането на общи прагове за манипулативно поведение, което се счита за особено неприемливо, както и инкриминирането на най-тежките форми на манипулацията на пазарите. Прилагането на този подход ще даде ясен сигнал както към обществеността, така и към потенциалните нарушители, че компетентните органи в държавите на Съюза ще осъществяват в бъдеще по-ефикасна превенция срещу пазарните злоупотреби. Нормативният анализ на елементите на новата регулаторна рамка сочи наличието на достатъчно основания да се предположи, че тя създава необходимите предпоставки за постигане на по-висока степен на ефективност на превенцията срещу практиките на манипулиране на финансовите пазари в страните от Европейския съюз.

Ключови думи: манипулация на финансови пазари, инвеститори, емитенти, невярна информация, състав на престъпление, наказателна отговорност.

JEL: G28, K22.

FEATURES OF THE NEW REGULATORY FRAMEWORK FOR PREVENTING THE MANIPULATION OF FINANCIAL MARKETS IN THE EUROPEAN UNION

Abstract:

The dissemination of false or misleading information can have a significant impact on the prices of financial instruments. Manipulation can cause significant losses for all participants in financial markets. The assessment of regulatory frameworks and practices showed that the systems of criminal and administrative sanctions applied in the European Union are weak and heterogeneous as a whole. The execution of adequate prevention against manipulative actions in the future requires the implementation of measures with organizational, technological and legal nature. An extremely important measure is the introduction of common thresholds for manipulative behavior, which is considered to be particularly unacceptable, and the criminalization of the most serious forms of market manipulation. This approach will give a clear signal to the public as well as to the potential offenders that the EU authorities will conduct more effective prevention of market abuses in the future. The normative analysis of the elements of the new regulatory framework indicates sufficient grounds to assume that it creates the necessary preconditions to achieve a higher degree of effectiveness of prevention against manipulation practices in the financial markets in the European Union.

Key words: manipulation of financial markets, investors, issuers, false information, composition of crime, criminal liability.

JEL: G28, K22.