КОМИТЕТ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ РЕГУЛАТОРИ НА ЦЕННИ КНИЖА

Реф. №: CESR/04-505b

Директива за пазарните злоупотреби

Ниво 3 – Първи насоки и информация на Комитета на европейските регулатори на ценни книжа (CESR) относно общото приложение на директивата

Индекс

I Резюме

II Приети пазарни практики (ППП)

III Формат на таблицата за оценка на ППП

IV Манипулация на пазара: практики, които членовете на CESR считат, че представляват пазарна манипулация

V Общ формат и допълнителни насоки за съобщаване за подозрителни транзакции

I. Резюме

1.1 Първите насоки на CESR на ниво 3 се концентрират върху три въпроса, свързани с пазара, които членовете на CESR считат за приоритет. Приоритетните области включват приети пазарни практики по отношение на манипулирането на пазара, насоки за това, какво членовете на CESR считат, че съставлява манипулиране на пазара и общ формат за съобщаване на подозрителни транзакции.

1.2 Глава втора излага основните въпроси, които възникват пред членовете на CESR при прилаган на режима на приетите пазарни практики (ППП), предвиден в директивата. В глава трета, CESR установява общ формат за анализ на ППП, който ще улесни задълженията за консултации, наложени на членовете на CESR.

1.3 Глава четвърта предоставя насоки за пазара относно вида практики, които членовете на CESR считат, че съставляват манипулация на пазара. Те са описани с неюридически термини и нямат за цел да влияят върху тълкуването на съответните директиви и регулация.

1.4 Глава пета завършва този документ с насоки и общ формат за съобщаване на подозрителни транзакции. Целта на CESR е да се гарантира, че задължението, за докладване на такива транзакции съгласно директивата, се прилага пропорционално и ефективно.

II. Приети пазарни практики

2.1 При изпълнение на работата на ниво 3, CESR обръща специално внимание на необходимостта да се фокусира върху правилното прилагане на режима за приетите пазарни практики (ППП) относно манипулирането на пазара. Това се разглежда в настоящия раздел на документа.

2.2 Трябва да се отбележи, че понятието „приети пазарни практики” се отнася също така за информацията, която потребителите на пазари на стокови деривати очакват да бъде публично оповестена по отношение на стоковите деривати. Този аспект на директивата не се разглежда в настоящия документ. CESR, обаче, потвърждава, че разбира необходимостта от гарантиране на гладкото прилагане на ППП в тази област и ще го наблюдава.

Насоки, предоставени от директивата и консултация на ниво 2

2.3 Точка 20 на уводната част на Директива 2003/6/ЕО заявява че "лицето, което извършва транзакции или издава нареждания за търгуване, които представляват манипулиране на пазара, може да установи, че неговите основания са били законни, и че тези транзакции и нареждания са в съответствие с практиките, приети на съответния регулиран пазар".

2.4 Член 1(5) от Директива 2003/6/ЕО определя приетите пазарни практики като практики, "които могат да бъдат използвани на един или повече финансови пазари и които са приети от компетентния орган в съответствие с насоките, приети от Европейската комисия…".

2.5 Тези насоки са изложени в изпълнителните мерки на ниво 2 на Директива 2004/72/ЕО. В член 2 от тази директива, компетентните органи, преди да

приемат конкретна пазарна практика, трябва да я оценят по примерен, но неизчерпателен списък от фактори. Член 3 определя процеса, който компетентният орган трябва да следва, включващ консултации и оповестяване на решенията.

2.6 Трябва да се подчертае, че приетите пазарни практики по никакъв начин не представляват изключения, подобни на предвидените в чл. 7 и чл. 8 на директивата (с предмет обратно изкупуване на акции и стабилизиране). Целта на понятието за приетите пазарни практики е да се избегне налагането на наказателни мерки за поведение, което представлява манипулиране на пазара съгласно основаващото се на резултата определение за манипулиране на пазара в член 1(2)(а) на Директива 2003/6/ЕО, поради това, че при известни условия, такова поведение може да бъде оправдано. За да се възползват, обаче, от предвидената защита, освен това, че транзакциите/ нарежданията за търгуване трябва да са в съответствие с приетата пазарна практика, лицата, които са сключили транзакциите или са издали нарежданията за търгуване, трябва да установят, че основанията им са били законни. При липса на законна цел, защитата на приетите пазарни практики няма да бъде налична.

Оперативни въпроси, които повдига законодателната уредба

2.7. Законодателната уредба, приложима към приетите пазарни практики, повдига редица оперативни въпроси, които трябва да бъдат решавани от CESR и неговите членове.

Процес, консултация и оповестяване

2.8 Решението за това дали даден процес представлява ППП или не, е въпрос на национална преценка. ППП, следователно, са отговорност на отделните членове на CESR и по този начин практика, която един компетентен орган счита за ППП, може да не се разглежда като такава от друг. Всички членове, обаче, имат задължението да се консултират както вътрешно, така и с други компетентни органи, и да оповестяват пазарните практики, които са приели. Съществува също така задължение на CESR да публикува ППП на електронната си страница. Те ще се публикуват в стандартния формат на CESR с препратка към националния законодателен текст.

2.9 За да се улесни изпълнението на директивата, в процеса на работа по настоящия документ, членовете на CESR размениха мнения по отношение на ППП. Беше решено да не се публикуват ППП, които се разглеждат текущо или са договорени като приложение към този документ. Вместо това, ППП щом бъдат признати и са преминали през необходимия национален и европейски процес на консултиране, се публикуват на електронната страница на CESR. Това означава, че информацията за тях ще е актуална, което не би било възможно, ако се публикуват статични приложения. В бъдеще CESR, чрез CESR-Pol, ще обменя мнения както за съществуващи, така и за новоприети пазарни практики, за да се гарантира запазване целостта на европейския пазар.

Пазарни практики, сравнени с дейности

2.10. CESR последователно прави разлика между практики и дейности, осъществявани на финансовите пазари. Изпълнителните мерки на ниво 2 се базират на консултация, която беше представена на комисията от CESR през месец август 2003 г. (CESR/03-212c). В параграф 5 на тази консултация се сочи,

че дейностите "включват различни видове операции или стратегии, които могат да бъдат изпълнявани, като напр. арбитраж, хеджиране и къси продажби. От друга страна, пазарните практики включват начина, по който тези дейности се третират и изпълняват на пазара".

2.11. По мнение на членовете на CESR, определението „дейности" се счита за прекалено общо, за да отговоря на статута на приети пазарни практики. Дейности като къси продажби или хеджиране може да се изпълнят по много различни начини. Ако дейността се осъществява по начин, който не представлява манипулиране на пазара не възниква въпрос за даването й на статут на приета пазарна практика. От друга страна, ако дейността се осъществява по начин, който представлява манипулиране на пазара, малко вероятно е даден компетентен орган да я обяви за приета пазарна практика. Следователно, да се даде на една дейност общ статут на приета пазарна практика няма да има нито смисъл, нито е желателно.

2.12. Членовете на CESR разгледаха също така въпроса, дали на някои по-специфични практики, като напр. кръстосани/предварително уговорени сделки, трябва да се даде статут на приети пазарни практики, при условие, че тези практики трябва да се изпълняват съгласно правилата на съответния регулиран пазар, приложими към тяхното изпълнение. Членовете на CESR, обаче, стигнаха до заключение, че в повечето от разгледаните случаи, изпълнението на практиката, в съответствие с правилата на съответния регулиран пазар, е достатъчно само по себе си, да съдейства за целостта на пазара и следователно не възниква въпросът за даване на статут на приета пазарна практика.

Общ формат за оценяване на ППП

2.13 Членовете на CESR съставиха общ формат за оценяване на ППП. Той е определен в съответствие с Директива 2004/72/ЕО и е предназначен да подпомага процесите на консултиране и оповестяване. Формата е изложена в Раздел III от настоящите насоки.

III. Формат на таблицата за оценка на приета пазарна практика (ППП)

Описание на националната ППП:

Обосновка защо практиката съставлява манипулация:

[позовете се на член 1(2) (а) от Директива 2003/6/ЕО]

Списък с факторите

Директива 2004/72/ЕО на комисията, член 2

Неизчерпателен списък на факторите, които трябва да бъдат отчетени от компетентните органи при оценяване на конкретни практики, независимо от това дали те се явяват на регулиран пазар или на извънборсов (OTC) пазар:

• Ниво на прозрачност на съответната пазарна практика спрямо целия пазар (член 2(1) (а))

Прозрачността на пазарните практики на пазарните участници е от решаващо значение при преценката на това дали определена пазарна практика може да бъде приета от компетентните органи. Колкото по-малко прозрачна е дадена практика, толкова по-малко вероятно е тя да бъде приета. При все това, практиките на нерегулираните пазари, поради структури причини, могат да бъдат по-малко прозрачни от подобни практики на регулираните пазари. Такива практики не следва сами по себе си да бъдат считани за неприемливи от компетентните органи (уводна част 2).

Заключение на регулатора: [попълнете обосновката за този фактор]

• необходимост да се защити действието на пазарните механизми и правилното взаимодействие между предлагане и търсене (член 2(1) (б))

Пазарните практики, които възпрепятстват взаимодействието между предлагане и търсене посредством ограничаване на възможностите за други пазарни участници да отговарят на транзакциите, могат да създадат повишени рискове за целостта на пазара, и следователно е по-малко вероятно да бъдат приети от компетентните органи (уводна част 1).

Заключение на регулатора: [попълнете обосновката за този фактор]

• степента, до която съответната пазарна практика оказва въздействие върху пазарната ликвидност и ефективност (член 2(1) (в))

Пазарни практики, които укрепват ликвидността и ефективността е по-вероятно да бъдат приети, отколкото тези, които я намаляват (уводна част 1)

Заключение на регулатора: [попълнете обосновката за този фактор]

• степента, до която съответната пазарна практика отчита търговския механизъм на съответния пазар и способства на пазарните участници, за да могат те правилно и своевременно да реагират на новата пазарна ситуация, която е породена от тази пазарна практика (член 2(1) (г)).

Заключение на регулатора: [попълнете обосновката за този фактор]

• присъщия на тази практика риск за целостта на пряко или косвено свързаните пазари, независимо дали са регулирани или не, в съответния финансов инструмент на територията на цялата общност (член 2(1) (д))

Определени пазарни практики на даден пазар не трябва да подлагат на риск пазарната цялост на други пазари, пряко или косвено свързани на територията на общността, независимо дали са регулирани или не. Следователно, колкото по-висок е рискът за пазарната цялост на такъв свързан пазар в рамките на общността, толкова по-малко вероятно е тези практики да бъдат приети от компетентните органи (уводна част 3).

Заключение на регулатора: [попълнете обосновката за този фактор]

• резултатът от всяко разследване на съответната пазарна практика, от който и да било компетентен или друг орган, посочен в член 12, параграф 1 от Директива 2003/6/ЕО, и по-специално, дали съответната пазарна практика нарушава правила или наредби, предназначени да предотвратят злоупотреба с пазара или кодекси за поведение на съответния пазар, или на пряко или косвено свързани пазари на територията на общността (член 2(1) (е))

Заключение на регулатора: [попълнете обосновката за този фактор]

• структурните характеристики на релевантния пазар, включително, независимо дали той е регулиран или не, видовете търгувани финансови инструменти и вида на пазарните участници, включително степента на участие на инвеститори на дребно на съответния пазар (член 2(1) (ж))

Заключение на регулатора: [попълнете обосновката за този фактор]

Първостепенни принципи

Първостепенни принципи, които следва да се спазват от компетентните органи, за да се гарантира, че приетите пазарни практики не подкопават целостта на пазара, а подпомагат изобретателността и непрекъснатото динамично развитие на финансовите пазари, са:

- нови или възникващи приети пазарни практики не трябва да се считат за неприемливи от компетентния орган просто, защото не са били приети от него по-рано;
- от пазарните участници се изискват честност и ефективност, за да не се навреди на нормалната пазарна активност и цялост.
- компетентните органи следва да анализират въздействието на съответната пазарна практика върху основните пазарни параметри, като напр. средно

претеглена цена за една сесия, дневна цена при затваряне, специфични пазарни условия преди осъществяването на пазарната практика.

Условни елементи

В този последен раздел трябва се да коментират условията, отнасящи се за уважителни причини и добро изпълнение.

IV. Практики, които членовете на CESR ще считат за манипулиране на пазара

Въведение

4.1 Работата в тази област има за цел да предостави на компетентните органи и пазарните участници примери за манипулиране на пазара, които са станали през последните години и които, по мнение на членовете на CESR, нарушават забраните за манипулиране на пазара, съдържащи се в Директивата за пазарните манипулации. Насоките и придружаващите ги примери са предназначени да помогнат за формиране на общо разбиране за това какво представлява манипулирането на пазара.

4.2 Насоките и примерите биха могли да улеснят идентифицирането на съответни променливи величини (диагностични знаменца или сигнали за манипулиране на пазара), които могат да се наблюдават от компетентните органи и от участниците на пазара в рамките на тяхната сфера на дейност, за да се открие или избегне участие в манипулиране на пазара. Примерите могат също така да бъдат полезни като помагат на съответните участници на пазара да спазят изискването за уведомяване на компетентните органи относно пораждащи съмнение транзакции.

4.3 Манипулирането на пазара може често да бъде избегнато като се въведат адекватни пазарни микроструктурни мерки чрез изрични правила, които забраняват конкретно поведение, или чрез превантивни мерки, установени от участниците на пазара. Следователно, неприемливото поведение, определено в следващите насоки и примери може в действителност да не бъде осъществимо във всички пазарни среди на територията на Европа и следователно не трябва непременно да се разглежда като всеобщо приложимо.

Обяснение
4.4 **Примерите за видовете практики, изложени в този документ, са описани нарочно с неюридически технически термини, като се подчертава, че описанията не са предназначени да засегнат обхвата на тълкуване на директиви и регулации относно пазарни злоупотреби.**

Определение за манипулиране на пазара от директивата

4.5 Директивата за пазарните злоупотреби определя манипулирането на пазара като:

а) Извършване на транзакции или издаване на нареждания:

- които дават или могат да дадат фалшиви или измамни указания по отношение на предлагането, търсенето или цената на финансови инструменти [за удобство могат да бъдат наречени "фалшиви или измамни транзакции"]; или,

- които определят чрез действията на едно или повече лица, действащи заедно, цената на един или повече финансови инструменти на ненормално или изкуствено ниво ["ценово позициониране"], освен ако лицето, което е осъществило транзакциите или е издало нарежданията, установи, че причините, които са го накарали да направи това, са законни и че тези транзакции или нареждания са съобразени с приетите пазарни практики на съответния регулиран пазар;

б) Извършването на транзакции или издаването на нареждания, които прибягват до фиктивни способи, или до всякаква друга форма на заблуда или на измама["фиктивни способи"];

в) Разпространяването на информация чрез медиите…, които дават или могат да дадат фалшиви или измамни указания за финансови инструменти…, когато лицето, извършило това разпространение е знаело или е следвало да знае, че информациите са били фалшиви или измамни … ["фалшива или измамна информация"].

4.6 Забелязва се, че защитата на приетата пазарна практика може да бъде налична само по отношение на първите две категории ("фалшиви и измамни транзакции" и "ценово позициониране"). Такава защита не е налична по отношение на другите категории.

4.7 Самата директива дава три конкретни примера за манипулиране на пазара:

а) поведението на едно или повече лица, действащи организирано, които си осигуряват господстващо положение по отношение на предлагането или на търсенето на финансов инструмент, което има за последица пряко или косвено определяне на покупните или на продажните цени, или създаването на други неравностойни условия за търговия;
б) купуването или продаването на финансови инструменти в момента на затваряне на пазара, което има като последица въвеждането в заблуда на инвеститорите, които действат съобразно цените при затваряне на пазара;
в) извличането на полза от случаен или редовен достъп до традиционните или електронните медии, чрез даване на мнение за финансов инструмент (или непряко за неговия емитент), след придобиването на позиции по отношение на този финансов инструмент и извличане на полза вследствие на въздействието на това мнение върху цената на този инструмент, без едновременно този конфликт на интереси да е бил направен публично достояние по подходящ и ефикасен начин.

Възможни сигнали за манипулиране на пазара

4.8 Член 4 от изпълнителната Директива 2003/124/ЕО посочва следните примерни,

но неизчерпателни сигнали за фалшиви или измамни транзакции или транзакции с ценово позициониране, които не е задължително да бъдат считани сами по себе си за съставляващи манипулация на пазара.

а) степента, до която дадените търговски нареждания или предприетите сделки представляват значим дял от дневния обем на сделките в съответния финансов инструмент на засегнатия регулиран пазар, по-специално, когато тези дейности водят до съществена промяна на цената на финансовия инструмент;
б) степента, до която дадените търговски нареждания или предприетите сделки от лица със значими позиции "купува" или "продава" по даден финансов инструмент водят до съществени промени на цената на финансовия инструмент или на свързаните деривативни или базисни активи, които са приети за търгуване на регулиран пазар;
в) дали предприетите сделки не водят до промяна на бенефициента по собствеността върху финансовия инструмент, който е приет за търгуване на регулиран пазар;
г) степента, до която дадените търговски нареждания или предприетите сделки обхващат краткосрочна смяна на позицията и представляват съществен дял от дневния обем на сделките по съответния финансов инструмент на засегнатия регулиран пазар и могат да бъдат свързани със съществени промени в цената на даден финансов инструмент, който е допуснат до търгуване на регулиран пазар;
д) степента, до която дадените търговски нареждания или предприетите сделки са концентрирани в краткосрочен отрязък от време на търговската сесия и водят до промяна на цената, която впоследствие се обръща;
е) степента, до която дадените търговски нареждания променят представянето на най-добрите цени "купува" или "продава" на даден финансов инструмент, който е допуснат до търгуване на регулиран пазар, или по-общо, представянето на книгата с поръчките, с която разполагат участниците на пазара и са отстранени, преди да бъдат осъществени;
ж) степента, до която дадените търговски нареждания или предприетите сделки по или около времето, когато се изчисляват референтните цени, разплащателните цени и оценки, и водят до промени в цената, които оказват въздействие върху подобни цени и оценки.

4.9 Член 5 на директивата посочва следните примерни сигнали за транзакции, използващи фиктивни средства:

а) дали дадените търговски нареждания или предприетите от лицата сделки са предшествани или последвани от разпространение на невярна или подвеждаща информация от същите лица или от свързани с тях лица;

б) дали търговските нареждания са дадени или сделките са предприети от лицата преди или след като същите лица или свързаните с тях лица са произвели или разпространили изследване или инвестиционни препоръки, които са неверни или предубедени, или явно са продиктувани от материален интерес.

Тези сигнали също не е задължително да бъдат считани сами по себе си за съставляващи манипулация на пазара.

Примери за различни видове практики, които съставляват манипулация на пазара:

4.10 Насоките дават примери за видове практики, които, по мнение на членовете на CESR, нарушават забраната за манипулиране на пазара, така както се определя от директивата, въпреки че се приема, че в някои случаи дадена практика може да има законна цел, при конкретни обстоятелства,. Примерите са категоризирани в зависимост от това към кой елемент от манипулирането на пазара, така както са определени от директивата, се отнасят. Трябва, обаче, да се отбележи, че може да има известно припокриване, т.е. една практика може да включва различни видове манипулиране на пазара в зависимост от това как се използва.

4.11 Фалшиви/измамни транзакции

а) Сделки „пране" (wash trades). Това е практика за сключване на сделки за продажба или покупка на финансов инструмент, в които няма промяна в бенефициентната собственост или пазарния риск, или в които прехвърлянето на бенефициентната собственост или пазарния риск е само между страни, които действат съгласувано или по тайно споразумение.
(Репо транзакции и отдаване назаем/заемане на акции, или други транзакции, в които има прехвърляне на ценни книжа като обезпечение не представляват сделки „пране".)

б) Оцветяване на лентата (painting the tape). Тази практика включва сключване на транзакция или поредица от транзакции, които се показват на публичен дисплей, за да се създаде впечатление за дейност или движение в цените на финансов инструмент.

в) Злоупотреба със съчетани нареждания. Това са транзакции, при които поръчките „купува" и „продава" се сключват по едно и също, или почти по едно и също време, с една и съща цена и количество от различни, но действащи в тайно споразумение страни, освен ако транзакциите не са законни сделки, осъществявани в съответствие с правилата на съответната платформа за търговия (например, кръстосани сделки).

г) Даване на поръчки без намерение да се изпълнят. Това включва въвеждане на поръчки, особено в електронни системи за търговия, които са на по-висока/по-ниска цена от предишната цена купува/ продава. Намерението е да не се изпълни поръчката, а да се създаде заблуждаващо впечатление, че има търсене за доставяне на финансовия инструмент по тази цена. След това поръчките се оттеглят от пазара преди да бъдат изпълнени. (Вариант на този вид манипулация на пазара е да се даде малка поръчка, за да се придвижи цената купува/ продава на финансовия инструмент, като има готовност и за изпълнение на поръчката, ако не може да бъде оттеглена навреме.)

4.12 Ценово позициониране

а) Маркиране на затварянето (marking the close). Тази практика включва умишлено купуване или продаване на ценни книжа или деривативни контракти при затваряне на пазара, в опит да се промени цената при затваряне на ценната книга или деривативния контракт. Тази практика може да се осъществи във всеки един отделен ден на търгуване, но се свързва особено с такива дати, като дати на изтичане на фючърси/опции, или тримесечен/годишен портфейл, или референтни/ оценъчни дати на индекси.

б) Тайно договаряне на подпазара на първоначално публично предлагане. Тази практика се свързва особено с първоначално публично предлагане на ценни

книжа веднага след като започне търгуването с ценната книга. Страни, за които са били разпределени акции в първоначалното предлагане, се договарят тайно да закупят още траншове от акции, когато започне търгуването, за да повишат цената на ценната книга на изкуствено ниво и да създадат интерес от страна на други инвеститори – в който момент те продават притежаваните от тях ценни книжа.

в) Злоупотреба скуиз (abusive squeeze). Това включва страна или страни със значително влияние върху предлагането или търсенето, или механизмите на доставяне на финансов инструмент и/ или базовия продукт на деривативен контракт, използващи господстваща позиция, за да изкривят съществено цената, по която други следва да доставят, да получат доставка или да отложат доставка на инструмента/ продукта, за да изпълнят задълженията си. (Трябва да се отбележи, че правилното взаимодействие на предлагане и търсене може да доведе, и често води, до стесняване на пазара, но това, само по себе си, не е манипулиране на пазара. Разполагането със значително влияние върху предлагането, търсенето или механизмите на доставка на даден инструмент/ продукт, само по себе си, също не представлява манипулиране на пазара.)

г) Създаване на под в ценовия модел. Тази практика обикновено се осъществява от емитенти или други лица, които ги контролират и включва транзакции или нареждания за търгуване, които се използват по такъв начин, че се създават пречки за падането на цените на акциите под известно ниво, главно, за да избегнат отрицателни последствия за техните дялове или кредитни рейтинги. Това трябва да се разграничи от законното търгуване с акции като част от програми за обратно изкупуване или стабилизирането на финансови инструменти.

д) Прекалено широки спредове „купува-продава”. Това поведение се осъществява от посредници, които имат правомощия на пазара –като напр. специалисти или маркет мейкъри, действащи в сътрудничество, като по такъв начин умишлено придвижват спреда „купува-продава” и/ или поддържат изкуствени нива, далеч от справедливите стойности, като злоупотребяват с правомощията си на пазара, т.е. има липса на други конкуренти.

е) Търгуване на един пазар, за да се позиционира незаконно цената на финансов инструмент на свързан пазар. Тази практика включва осъществяване на търговия на един пазар, с оглед незаконно въздействие върху цената на същия, или свързан финансов инструмент на друг пазар. Като примери могат да бъдат дадени осъществяване на сделки с акция, за да се позиционира цената на нейния дериватив, търгуван на друг пазар на изкривено ниво, или търгуване с базовия продукт на стоков дериватив, за да се изкриви цената на деривативния контракт. (Транзакции за законно възползване от разликите в цените на финансови инструменти или базови продукти, търгувани на различни места, не представляват манипулиране.)

4.13 Транзакции с използване на фиктивни способи/ измама

а) Укриване на собствеността. Това е транзакция или серия от транзакции, които са предназначени да укрият собствеността на финансов инструмент чрез нарушаване на изисквания за разкриване на информация, като

инструментът се държи на името на действаща в тайна договореност страна (или страни). Оповестената информация е подвеждаща по отношение на истинското основно притежаване на инструмента. (Тази практика не включва случаи, когато има уважителни причини, финансов инструмент да бъде държан на името на страна, различна от бенефициентния собственик – например, притежания чрез подставени лица. Неспазването на изискване за разкриване на информация не трябва непременно да съставлява манипулиране на пазара.)

б) Разпространение на невярна или подвеждаща пазарна информация чрез медиите, включително интернет, или чрез други способи (в някои юрисдикции това е известно като скалпиране „scalping"). Това се прави с цел да се придвижи цената на ценна книга, деривативен контракт или базов актив в посока, която е благоприятна за държаната позиция или планираната транзакция от лицето, което разпространява информацията.

в) Помпане и дъмпинг (pump and dump). Тази практика включва заемането на дълга позиция в ценна книга и след това извършване на допълнителна дейност по закупуване и/ или разпространение на заблуждаваща позитивна информация за ценната книга, с цел увеличаване на нейната цена. Другите участници на пазара се въвеждат в заблуждение от произтичащия ефект върху цената и са привлечени да закупят ценната книга. Тогава манипулаторът разпродава по надутата цена.

г) Смъкване и кеш (trash and cash). Това е действие, обратно на помпане и дъмпинг (pump and dump). Страната заема къса позиция в дадена ценна книга, извършва допълнителна дейност по продажба и/или разпространение на заблуждаваща негативна информация относно ценната книга, с цел смъкване на цената. Тогава манипулаторът затваря позицията си след като цената е паднала.

д) Откриване на позиция и затварянето ѝ веднага след като бъде оповестена публично. Тази практика обичайно се осъществява от управители на портфейли и други големи инвеститори, чиито инвестиционни решения обикновено се ценят от пазарните участници като релевантни сигнали за бъдещата динамика на цените. Каноническото непочтено поведение се състои в затваряне на преди това придобитата позиция веднага щом като бъде публично оповестена, поставяйки ударение върху дългия период на държане на инвестицията. Даването на уведомление или оповестяването, обаче, само по себе си, няма да породи невярно или заблуждаващо впечатление, ако е направено по начин, определен от приложимо законово или регулаторно изискване, и се налага, или разрешава изрично от това изискване.

4.14 Разпространение на фалшива и измамна информация

Този вид манипулиране на пазара включва разпространяване на фалшива и измамна информация, без непременно да се извършва придружаваща транзакция. Това може да включва създаване на заблуждаващо впечатление, като не се разкрива надлежно ценово чувствителна информация, която трябва да бъде оповестена. Например, емитент с информация, която отговаря на определението на директивата за „вътрешна информация" не оповести, както е редно, тази информация и в резултат, вероятно, обществеността ще бъде

въвлечена в заблуждение.

(а) Разпространение на фалшива и измамна информация чрез медиите. Това включва поведение, като напр. качване на информация на дъска за бюлетини в интернет, или издаване на прес съобщение, което съдържа неверни или заблуждаващи твърдения за компания, чиито акции са допуснати до търговия на регулиран пазар. Лицето, което разпространява информацията знае, че тя е невярна или заблуждаваща, но я разпространява, за да създаде невярно или заблуждаващо впечатление. Разпространяването на невярна/заблуждаваща информация чрез:
официално признат канал за разпространение на информация до потребители на регулиран пазар е особено сериозно манипулиране, тъй като е важно участниците на пазара да могат да разчитат на разпространението на информация по тези официални канали.

(б) Друго поведение, предназначено да разпространи фалшива/ измамна информация. Този вид манипулиране на пазара включва поведение, предназначено да се създаде невярно и заблуждаващо впечатление чрез средства, различни от медиите. Пример може да бъде движението на ценни книжа за физически стоки, за да се създаде заблуждаващо впечатление относно предлагането или търсенето на дадена стока, или на доставяното по фючърсни стокови контракти.

V. Възможни сигнали за транзакции, пораждащи подозрение за търговия с вътрешна информация или манипулиране на пазара

Въведение

5.1. Член 6.9 от Директива 2003/6/ЕО изисква "всяко лице, което по занятие осъществява транзакции с финансови инструменти, да предупреждава незабавно компетентния орган, ако има основания да подозира, че дадена операция би могла да представлява търговия с вътрешна информация или манипулиране на пазара". Директивата и изпълнителните й мерки не разглеждат стъпките, които лицата, подлежащи на това изискване, следва да предприемат, за да идентифицират такива транзакции.
Подлежащите на това изискване трябва ясно да гарантират, че спазват това задължение. CESR, обаче, не възнамерява в тези първоначални насоки да предписва как да се изпълнява това задължение, с изключение на формáта за уведомяване за подозрителни транзакции.

5.2. Този раздел е предназначен да предостави на лицата, които следва да спазват изискването за уведомление, насоки относно индикации за транзакции, които могат да включват търговия с вътрешна информация или манипулиране на пазара. До влизането в сила на Директивата за пазарните злоупотреби, в никоя държава-членка не се изпълнява задължителен режим за докладване на пораждащи подозрение транзакции. В редица юрисдикции, обаче, пазарните участници и досега са давали сигнали, на доброволни начала, на компетентните органи за ситуации, които считат за подозрителни или ненормални в този контекст. Следните насоки се ползват от тези случаи, както и от мненията на

членовете на CESR относно това, какво може да представлява сигнал за подозрителна транзакция. Като приложение към тези насоки е даден стандартен формат за уведомление, който следва да се използва от институциите, за да съобщават на съответния компетентен орган за пораждащи подозрение транзакции.

5.3. Задължение за уведомяване за подозрителни транзакции

Трябва да се подчертае, че уведомителният режим, определен от директивата изисква лицата, за които се отнася, да решават на база на всеки отделен случай дали има разумни основания за подозрение относно съответната транзакция. Дадените по-долу индикации, следователно, не са нито изчерпателни (конкретна транзакция може да поражда подозрение, дори ако не отговаря на никоя от индикациите), нито определящи (една транзакция може да не е непременно подозрителна, просто защото отговаря на една или повече от индикациите). Индикациите, следователно, са началната точка и фирмите трябва да направят преценка и да разгледат конкретните обстоятелства по случая преди да вземат решение дали да отправят уведомление или не.

5.4. Членовете на CESR са наясно, че общи проформа - уведомления до компетентните органи за всички транзакции, осъществявани чрез дадена институция, няма да бъдат в съответствие с разпоредбите на уведомителния режим. Такива уведомления няма да се ползват от защитата, предоставена от член 11.3 на Директива 2003/72/ЕО, срещу нарушение на ограничение в задълженията за разкриване на информация или други задължения, произтичащи от задължението за уведомяване. Това е така, защото по мнение на членовете на CESR общите уведомления няма да бъдат добросъвестни. Такава практика няма да спазва изискването да се разглежда за всеки отделен случай дали има разумни основания за подозрение. Членовете на CESR са заинтересувани от качеството, не от количеството на докладване и не ще оставят без последствие случаи, в които фирмите уведомяват за транзакции, без да са разгледали сериозно дали те отговарят на теста за основателно подозрение.

Указания, предоставени от директивата

5.5. Директива 2003/6/ЕО и придружаващите я изпълнителни директиви излагат какво представляват търгуването с вътрешна информация и манипулирането на пазара. То се допълва от предложените насоки на CESR относно практиките, които съставляват манипулиране на пазара (вижте Глава 4 на този документ).

5.6. Важно е да се отбележи декларативна част 9 на директивата (препратка), която гласи:

"Уведомяването на компетентните органи относно подозрителни транзакции от страна на лица, които професионално уреждат сделки с финансови инструменти, изисква достатъчно доказателства, че транзакциите биха съставлявали злоупотреба с пазара…. Сами по себе си определени транзакции могат да изглеждат напълно лишени от всякакви подозрения, но могат да дават индикации за възможна злоупотреба с пазара, когато се разгледат в перспектива с други транзакции, определено поведение или друга информация."

Инвестиционните фирми и кредитните институции, следователно, трябва не само да уведомяват за транзакциите, които считат за подозрителни, по време на изпълнение на

транзакцията, но също така и за транзакции, за които, в светлината на последващи събития /информация (например, публикуване на финансови резултати, предупреждения за печалба или търгови предложения по отношение на съответната ценна книга), следва да изразят подозрение и за минал период. Това, обаче, не означава, че от тях се изисква да се връщат назад и да прегледат ретроспективно транзакциите за времето до това събитие или обстоятелство.

Индикации за възможни подозрителни транзакции

5.7. Подчертава се отново, че тези примери за индикации са само отправна точка за решаване дали една транзакция е подозрителна и не са нито окончателни, нито изчерпателни. Освен това, те следва да се прилагат след преценка, а не непременно да бъдат тълкувани буквално. Приема се, че транзакции, които отговарят на сигнали могат да бъдат законни, и следователно, да не предоставят разумни основания за подозрение.

5.8. *Възможни сигнали за търговия с вътрешна информация или манипулиране на пазара:*
а) Необичайна концентрация на транзакции в конкретна ценна книга (например, с един или повече институционални инвеститори, за които е известно, че са свързани с емитента, или страна с конкретен интерес в емитента, като напр. наддаваща в търгово предложение/ потенциално наддаваща в търгово предложение);
б) Необичайно повторение на транзакция между малък брой клиенти през определен период от време;
в) Необичайна концентрация на транзакции и/ или нареждания само с един клиент; или с акаунти на различни ценни книжа на един клиент; или с ограничен брой клиенти (особено, когато клиентите са свързани един с друг).

5.9. *Възможни сигнали за търговия с вътрешна информация:*
а) Клиентът открива акаунт и незабавно дава поръчка за осъществяване на значителна транзакция, или в случай на клиент, търгуващ на едро, неочаквано големи или необичайни поръчки за конкретна ценна книга – особено ако клиентът настоява поръчката да се изпълни много спешно или да се осъществи преди конкретно, посочено от клиента време;

б) Исканата транзакция от клиента или неговото инвестиционно поведение по същество не отговарят на предишното инвестиционно поведение на клиента (например вид ценна книга, инвестирана цифра, размер на поръчка, дюрация на държане) [1];

в) Клиентът иска конкретно незабавно изпълнение на поръчка, независимо от цената, по която ще бъде изпълнена поръчката (този индикатор предполага повече от просто възлагане на „пазарна поръчка" от клиента);

г) Значително търгуване от основни акционери или други лица, притежаващи вътрешна информация, преди оповестяването на важни корпоративни събития;

д) Необичайно търгуване с акциите на компания преди оповестяването на ценово-чувствителна информация, отнасяща се за компанията; транзакции, водещи до внезапни и необичайни промени в обема на поръчките и акциите на цените преди публични оповестявания относно ценната книга;

е) Транзакции по собствените акаунти на служители и свързани с тях нареждания,

извършени във време, непосредствено преди транзакции на клиенти, и свързани нареждания за същия финансов инструмент.

5.10. *Възможни сигнали за манипулиране на пазара:*

(а) Транзакции без друго очевидно основание освен да се повиши/ намали цената на финансов инструмент, или да се повиши обемът на търгуване с него. Особено внимание следва да се обръща на нареждания от този вид, които водят до изпълнение на транзакции, близо до референтното време в деня на търгуване – например, непосредствено преди затварянето;

(б) Клиентът дава поръчки, които поради техния размер по отношение на пазара в тази ценна книга, явно ще имат значително въздействие върху търсенето или предлагането, или цената, или стойността на ценната книга. Отново, особено внимание следва да се обръща на нареждания от този вид, които водят до изпълнение на транзакции, близо до референтното време в деня на търгуване – например, непосредствено преди затварянето;

(в) Транзакции, които имат за цел увеличаване цената на финансов инструмент в дните, предшестващи издаването на свързан деривативен/ конвертируем инструмент;

(г) Транзакции, които имат за цел да поддържат цената на финансов инструмент през дните, предшестващи издаването на деривативен/ конвертируем инструмент, когато тенденцията на пазара е към понижение на цените;

(д) Транзакции, които се стремят да променят оценяването на позиция, като не намаляват/ увеличават размера на тази позиция;

(е) Транзакции, които се стремят да увеличат/ намалят средно претеглената цена на деня или на период, по време на сесията;

(ж) Транзакции, които се стремят да определят пазарна цена, когато ликвидността на финансовия инструмент не е достатъчна да се определи цена в рамките на сесията (освен ако правилата или управлението на регулирания пазар изрично позволяват такива операции);

(з) Транзакции, които се стремят да избегнат защитните мерки за търгуване на пазара (например, по отношение на лимитите обеми; параметрите на спреда купува/продава и т.н.);

(и) Когато се сключва/изпълнява, като се променят цените на търсене и предлагане (така както са изчислени от системата на търгуване), когато този спред е фактор за определяне цената на транзакцията;

(й) Въвеждането на значителни поръчки в централната книга за поръчки в системата за търгуване няколко минути преди момента на определяне на цената на аукциона и анулиране на тези поръчки няколко секунди преди да бъде замразена книгата с поръчки за изчисляване на аукционната цена, така че теоретичната цена на отваряне може да изглежда по-висока или по-ниска, отколкото би изглеждала иначе;

[1] В един случай, за който е уведомил член на CESR, се касае за клиент, който иска да продаде целия си портфейл и веднага да инвестира постъпленията в ценни книжа на една конкретна компания. Други включват клиент, който преди това е инвестирал само във взаимни фондове, внезапно е поискал закупуването на ценните книжа на една единствена компания или клиент, който преди това е инвестирал само в акции 'сини чипове', който внезапно се е прехвърлил на неликвидни ценни книжа. В още един случай клиент с подход 'купи и държи', неочаквано извършва покупка на конкретна ценна книга непосредствено преди оповестяването на вътрешна информация, и след това продажба директно след съобщаването.

(к) Транзакции, които се стремят да поддържат цената на базовия финансов инструмент под определената цена на свързан дериват на датата на изтичането му;

(л) Транзакции, които имат за цел да променят цената на базовия финансов инструмент, така че тя да премине над определената цена на свързан дериват на датата на изтичането му;

(м) Транзакции, които се стремят да променят цената на сетълмента на финансов инструмент, когато тази цена се използва като референтна/ определяща при изчисляване на изискванията за марж.

Начин за уведомяване за транзакции, пораждащи подозрение

5.11 Член 9 (2) на Директива 2004/72/ЕО на комисията предвижда, че когато информацията, която предстои да бъде съобщена
"не е налице по време на уведомяването, уведомлението включва поне причината, поради която уведомяващите лица подозират, че транзакцията може да съставлява вътрешно договаряне или пазарна манипулация. Цялата информация трябва да бъде предоставена на компетентния орган възможно най-бързо, след като бъде налична."

Член 10 на тази директива предвижда още, че
"уведомяването на компетентния орган може да се извърши чрез обикновена поща, електронна поща, телекс или телефон, при условие, че в последния случай, при поискване от компетентния орган се получава потвърждение посредством писмена форма".

Следователно лицата, отправящи уведомление за подозрителни транзакции не следва да имат цялата необходима информация преди да се свържат с компетентния орган. Ако случаят е такъв, че трябва спешно да бъде обърнато внимание на компетентния орган върху него, (както считат лицата, имащи задължение за уведомление), тогава CESR ще настоява те да осъществят бързо първия контакт. Това може да бъде по телефон, ако е уместно, като се дават основните данни и причини за подозрението. Другата информация може да бъде представена допълнително.

Формат на уведомления за подозрителни транзакции

5.12 CESR счита, че наличието на стандартен уведомителен формат ще подпомогне тези, които трябва да спазват задължения за уведомление за подозрителни транзакции. Затова CESR създаде по-долу изложения формат:

Описание на транзакцията (ите)
Включете данни за финансовия инструмент(и), включително ISIN код на инструмента; пазара(ите), за който става въпрос; дата/време, цена и размер на

въвеждане на първоначалната поръчка; време и размер(и) на транзакцията(ите); вида и характеристиките на поръчката и т.н.
Причини за подозрение, че транзакцията (ите) може да съставлява търговия с вътрешна информация/ манипулиране на пазара
Самоличност на лицата, осъществяващи транзакцията (ите) *Имена, адрес, телефонен номер, дата на раждане, номер на акаунт, клиентски идентификационен код, използван от фирмата и т.н.*
Самоличност на другите лица, за които е известно, че участват в транзакцията (ите) *Име, адрес, телефонен номер, местоположение, дата на раждане, свързаност с лице, осъществяващо транзакция; заемана длъжност, роля, която играе и т.н.*
Качество, в което действа лицето, изпълняващо транзакцията (ите) *например брокер, поемател на емисия, агент*
Допълнителна информация, която може да е значение (избройте придружителни материали, които предоставяте)
Данни за лицето, което прави уведомлението *Име на лицето, име на фирмата, заемана длъжност във фирмата, информация за контакт, и т.н.*
Подпис……. (*лице, което прави уведомлението*) Дата……(*дата на уведомлението)*