Реф: CESR/06-562b

Директива за пазарните злоупотреби (ДПЗ / MAD)

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

Месец юли 2007 г.

Индекс

Въведение

Проект за Втори насоки на CESR относно приложението на Директивата за пазарните злоупотреби

I КАКВО ПРЕДСТАВЛЯВА „ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ" СЪГЛАСНО ДИРЕКТИВАТА ЗА ПАЗАРНИ ЗЛОУПОТРЕБИ?

- Въведение
- Точна информация
- Публично достояние
- Чувствително влияние върху цената
- Примери за възможна вътрешна информация, отнасяща се за емитента

II КОГА ИМА ЗАКОННИ ПРИЧИНИ ДА СЕ ОТЛОЖИ ПУБЛИКУВАНЕТО НА ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ

- Въведение
- Законни интереси
- Пояснителни примери за законни интереси за отлагане на публикуване

III КОГА ИНФОРМАЦИЯТА, ОТНАСЯЩА СЕ ЗА НАРЕЖДАНИЯ НА КЛИЕНТА, КОИТО ПРЕДСТОИ ДА БЪДАТ ИЗПЪЛНЕНИ, ПРЕДСТАВЛЯВА ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ

- Въведение
- "*Нареждания на клиента, които предстои да бъдат изпълнени*" като вътрешна информация: условия, определени от директивите
- "*Нареждания на клиента, които предстои да бъдат изпълнени*" като вътрешна информация: насоки
- Насоки относно ценовата чувствителност на поръчките
- Насоки относно точността на поръчките

IV СПИСЪЦИ НА ЛИЦАТА, РАЗПОЛАГАЩИ С ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ

Въведение

1. През месец декември 2005 г. Комитетът на европейските регулатори на ценни книжа (CESR) взе решение, постоянната оперативна група CESR-Pol да изпълни втория етап от свързаната с пазара работа на ниво 3 по отношение на Директивата за пазарните злоупотреби. Проектът на вторите насоки беше публикуван за консултация на територията на Европа на 2 ноември 2006 г. (Реф. CESR/06-562). В проекта за насоки бяха разгледани следните въпроси.

   I. Какво представлява вътрешна информация;
   II. Кога е законно да се забави оповестяването на вътрешна информация;
   III. Кога информацията, отнасяща се за висящи поръчки на клиента, представлява вътрешна информация;
   IV. Списъци на лицата, разполагащи с вътрешна информация в няколко юрисдикции – предложение в тази област да се прилага система за взаимно признаване (т.е. компетентен орган би приел списък на лицата с достъп до вътрешна информация, воден съгласно правилата на друг член на CESR).

2. Проектът за насоки беше преработен, за да се вземат предвид коментарите, направени при консултацията и след одобрение от председателите на CESR, понастоящем се публикува в окончателен вид. Изложението на получените като обратна връзка коментари (Реф. CESR/07-402) се публикува отделно.

3. Насоките бяха изготвени от CESR-Pol чрез Групата за съставяне на проекти относно пазарни злоупотреби на ниво 3. Председател на постоянната оперативна група CESR-Pol е г-н Курт Прибил, председател на австрийския Надзор на финансовите пазари (Finanzmarktaufsicht (FMA)). Председател на Групата за съставяне на проекти относно пазарни злоупотреби на ниво 3 е г-н Дилуин Грифитс, директор на Мониторинг на пазара на Органа по финансови услуги (FSA) на Великобритания.

Статут на насоките

4. Резултатът от работата на CESR е отразен в насоките, изложени в този документ, който не представлява законодателство на Европейския съюз и не изисква национални законодателни мерки.

5. Членовете на CESR ще прилагат доброволно насоките във всекидневните си регулаторни практики.

6. Начинът, по който се прилагат насоките ще се преразглежда редовно от CESR. Насоките на CESR за съгласувано изпълнение на Директивата за пазарните злоупотреби няма да засегне по никакъв начин ролята на Европейската комисия (комисията) като пазител на договорите.

Втори насоки на CESR относно прилатането на Директивата за пазарните злоупотреби

I КАКВО ПРЕДСТАВЛЯВА ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ СЪГЛАСНО ДИРЕКТИВАТА ЗА ПАЗАРНИ ЗЛОУПОТРЕБИ?

Въведение

1.1 Този раздел от насоките включва какво представлява „вътрешна информация", така както е определена от алинея 1, член 1.1 на Директивата за пазарните злоупотреби (2003/6/ЕО) (ДПЗ). Той не разглежда вътрешната информация, отнасяща се за стокови деривативи или вътрешна информация, отнасяща се за висящи клиентски поръчки (т.е. информация за търгуване).

1.2 Алинея 1, член 1.1 на Директивата за пазарните злоупотреби дава определение на „вътрешна информация" посредством следните четири критерии:

- информация, която е точна;
- която не е била направена публично достояние;
- която се отнася, пряко или косвено, до един или повече емитенти на финансови инструменти, или до един или повече финансови инструменти;
- и която, ако бъде направена публично достояние, би могла да повлияе чувствително върху курса на съответните финансови инструменти или курса на свързаните деривативни финансови инструменти.

1.3 Следващите параграфи предоставят насоки за това, какво CESR счита, че се включва в четирите горни критерии, като се имат предвид съответните разпоредби на изпълнителните мерки на ниво 2 и като се ползва консултацията, която CESR предостави на комисията през месец декември 2002 г. за тези изпълнителни мерки (Реф. CESR/03-212c)[1]. Трябва да се отбележи, че критериите за точна информация и чувствително влияние върху цените са тясно свързани един с друг, и следователно е важно, да не се разглежда всеки един критерий поотделно. CESR, обаче, счита, че е възможно да се идентифицират отделно факторите, които трябва да бъдат отчетени по отношение на всеки един критерий.

Точна информация

1.4 Член 1 от Директива 2003/124/ЕО на комисията разглежда по-подробно какво се има предвид под термина "точна информация", както следва:

> *"…. счита се, че информацията е точна ако посочва набор от обстоятелства, които съществуват, или естествено може да се очаква, че ще настъпят, или ако посочва събитие, което е настъпило, или може да се очаква, че ще настъпи и ако тази информация е дотолкова специфична, че способства изготвянето на заключение относно възможното въздействие на този набор от обстоятелства, или събитие, върху цените на финансовите инструменти, или на свързаните деривативни финансови инструменти".*

[1] Предоставената на ЕК консултация не представлява Насоки на ниво 3

1.5 Точността следва да се преценява за всеки отделен случай и зависи от това каква е информацията и съответният контекст. Може, обаче, да бъдат разгледани няколко общи въпроса. CESR счита, че при определянето дали съществува набор от обстоятелства или е настъпило събитие, ключов е въпросът дали има категорични и обективни доказателства, противно на слуховете и спекулации[2], т.е. дали може да се докаже, че обстоятелствата съществуват или събитието е настъпило. Когато се разглежда какво може да се очаква да настъпи, ключовият въпрос е дали е разумно, това заключение да се прави въз основа на предварителна (ex ante) информация, налична по това време. Трябва да се отбележи, че CESR счита, че по принцип, при обстоятелства, различни от изключителни, или освен ако не бъде поискано да предоставят коментар от компетентния регулатор (съгласно член 6.7 на ДПЗ), емитентите нямат задължение да отговарят на спекулации или пазарни слухове, които са без значение.

1.6 Важно е също така да се отбележи, че ако информацията засяга процес, който се осъществява на етапи, всеки етап, както и целият процес могат да бъдат точна информация. Пример за това е предложението за поглъщане. Фактът, че предложеното поглъщане може накрая да не се състои, не означава, че предложението към компанията, негов обект, не е точна информация сама по себе си[3].

1.7 Освен това, не е необходимо една информация да бъде изчерпателна, за да бъде считана за точна. Например, предложение към компания, обект за поглъщане, може да се счита за точна информация, въпреки че предлагащият все още не е решил цената. По същия начин, една информация може да се счита за точна, дори ако тя се отнася за въпроси или събития, които могат да бъдат алтернативни. Например, фактът, че една компания възнамерява да направи предложение за поглъщане към едната или другата от две компании, може да се счита за точен, въпреки че компания не е решила окончателно коя ще бъде нейната цел (този пример отново предполага, че отправящата предложение компания не може да се възползва от член 6.2 на ДПЗ).

1.8 Относно това дали една информация е достатъчно конкретна, за да бъде направено заключение относно нейното влияние върху цените, CESR счита, че това би станало, например, при две обстоятелства. Първото е, когато информацията е такава, че позволява на разумния инвеститор да вземе инвестиционно решение без или при много нисък финансов риск – т.е. инвеститорът ще може да прецени с увереност как информацията, щом като стане публично достояние, ще повлияе на цената на съответния финансов инструмент и свързаните деривативни финансови инструменти. Например, някой, който знае, че конкретен емитент предстои да бъде обект на предложение за поглъщане, може да бъде сигурен, че цената на акция на емитента ще се повиши, когато предложението стане публично достояние. Второто е, когато информацията е била такава, че е вероятно да бъде използвана веднага на пазара – т.е. веднага щом като информацията стане известна, участниците на пазара ще търгуват въз основа на нея.

Публично достояние

1.9 Относно това, как информацията се прави публично достояние, компаниите с вътрешна информация, която следва да оповестят, трябва да използват механизмите за оповестяване, определени от техния компетентен орган. Така, например, ако от тях се изисква да направят информацията публично достояние чрез конкретна агенция за електронни новини, за тях няма непременно да е достатъчно да дадат информацията на вестник. За целите на определението дали една транзакция се сключва като се използва вътрешна информация, трябва да се отбележи, че информацията може да бъде публично налична[4] дори ако не е разкрита от емитента по определения начин.

[2] „Спекулация" в този контекст се използва в смисъл на предположение без конкретна осведоменост.

[3] Даденият тук пример е предназначен само да онагледи какво е точна информация и не означава, че компанията-обект на предложението има непременно задължение да направи оповестяване в този момент: тя може да се позове на разпоредбата, която й позволява да забави разкриването на информация.

Това се прилага независимо дали информацията е станала публична чрез некоректно оповестяване от емитента или чрез трето лице.

Чувствително влияние върху цената

1.10 Член 1 на Директива 2003/124/ЕО разглежда по-подробно какво се има предвид под понятието „информация, която би могла да повлияе чувствително върху цените".

"…информация, която ако стане публична, вероятно би оказала значимо въздействие върху цените на финансовите инструменти и на свързаните деривативни финансови инструменти представлява информацията, която даден разумен инвеститор би използвал в основата на своите инвестиционни решения."

1.11 „Тестът за разумния инвеститор", посочен по-горе, помага при решаване вида на информацията, която следва да бъде взета предвид за целите на критерия "чувствително влияние върху цените". В този контекст трябва да бъде отбелязано, че член 17.2 на ДПЗ ясно посочва, че изпълнителните мерки не променят основните разпоредби на директивата на ниво 1.

1.12 CESR счита, че тези, които притежават потенциална вътрешна информация трябва да преценяват предварително, дали една информация е вероятно или не е вероятно да има значително влияние върху цените. Това е въпрос на определяне степента на вероятност, при която, в този момент, може разумно да се очаква такова влияние. В директивата се използва "вероятно", така че, от една страна, само възможността, една информация да има чувствително влияние върху цените, не е достатъчна да активира изискване за оповестяване на информация, но, от друга страна, не е необходимо да има степен на вероятност близка до сигурност.

1.13 CESR счита, че само фиксираните прагове на ценово движение или количествените критерии не са подходящи способи за определяне значимостта на движението на цените. Например, волатилността на ценни книжа „сини чипове" обичайно е по-малка, отколкото тази на по-малки, с по-ниска ликвидност, акции. Големи повишения на цените в абсолютни проценти в акциите на големи компании е вероятно да са редки събития и не означава, че промените с по-малки проценти в цените на акциите не трябва да се считат за значими. При определяне дали е вероятно да настъпи чувствително влияние, трябва да се отчитат следните фактори[5]:

i) очаквания размер на въпроса или събитието в контекста на цялата дейност на компанията;

ii) релевантността на информацията по отношение на главните определящи фактори за цената на финансовия инструмент;

iii) надеждността на източника;

iv) променливи величини на пазара, които имат въздействие върху цената на въпросния финансов инструмент. (Тези променливи величини могат да включват цени, доходност, волатилност, ликвидност, ценови връзки между финансови инструменти, обем, предлагане, търсене и т.н.).

[4] В този контекст публично налична информация може също така да включва информация, която е достъпна на търговска основа – например, услуги за електронна информация, за които се изисква абонамент.
[5]Вж. декларативна част 1 на Директива 2003/124/ЕО на комисията

1.14 Някои полезни индикатори за това дали дадена информация би могла да има чувствително влияние върху цените, което трябва да бъде взето предвид, са дали:

- видът е същият като този на информация, която в миналото е имала чувствително влияние върху цените;
- предварително съществуващи изследователски доклади и мнения на анализатори посочват, че въпросната информация е ценово чувствителна;
- самата компания вече е третирала подобни събития като вътрешна информация.

Трябва да се подчертае, че тези фактори са само индикатори. Те не трябва да се третират като категорични с оглед на значението, че съответната информация непременно ще окаже чувствително ценово влияние. Компаниите също така трябва да имат предвид, че чувствителността на въпросната информация ще се различава много във всяка отделна компания, в зависимост от различни фактори, като напр. размера на компанията, актуални събития и отношението на пазара към компанията и сектора, в който тя оперира. В допълнение, това което вероятно ще окаже чувствителен ценови ефект може да варира в зависимост от класа на актива на финансовия инструмент. Например, една информация, която може да е ценово чувствителна за емитент на акции, може да не е такава за емитент само на дългови ценни книжа.

Примери за възможна вътрешна информация, отнасяща се за емитента

1.15 По-долу е даден неизчерпателен и индикативен списък на събития от вид, който може да представлява вътрешна информация. Фактът, че дадено събитие не се явява в списъка не означава, че то не може да бъде вътрешна информация. Нито пък фактът, че едно събитие е включено в списъка означава, че то ще бъде автоматично вътрешна информация: трябва да бъде взета предвид съществеността на събитието, която трябва да бъде оценена. Вътрешната информация е достатъчно съществена. Освен това, както се отбелязва по-горе, конкретните обстоятелства във всеки един случай са тези, които трябва да бъдат разгледани.

Информация, която засяга емитента пряко:

- Резултати от оперативната дейност;
- Промени в контрола и споразуменията за контрол;
- Промени в управителните и надзорни съвети;
- Промени в одиторите или друга информация, отнасяща се за дейността на одиторите;
- Операции, използващи капитала или емитирането на дългови ценни книжа или варанти, за закупуване или записване на ценни книжа;
- Решения за увеличаване или намаляване на дяловия капитал;
- Сливане, разделяне и отделяне;
- Закупуване или разпореждане с участия в собствен капитал или други основни активи или клонове на корпоративна дейност;
- Преструктуриране или реорганизации, които имат въздействие върху активите и пасивите, финансовото положение, или печалби и загуби на емитента;

- Решения относно програми за обратно изкупуване или транзакции с други листвани финансови инструменти;

- Промени в правата на класа собствени листвани акции на емитента;

- Подаване на заявление за несъстоятелност или издаване на нареждания за процедура по несъстоятелност;

- Правни спорове;

- Отменяне или анулиране на кредитни линии от една или повече банки;

- Ликвидация или удостоверяване на причина за ликвидация;

- Промени в стойността на активите;

- Неплатежоспособност на релевантни длъжници;

- Намаление на стойностите на недвижимо имущество;

- Физическо унищожаване на незастраховани стоки;

- Нови лицензи, патенти, регистрирани търговски марки;

- Намаление или увеличение в стойността на финансови инструменти в портфейла;

- Намаление в стойността на патенти, права или нематериални активи поради иновация на пазара;

- Получаване на предложения за придобиване за релевантни активи;

- Иновативни продукти или процеси;

- Отговорност за продукт или случаи на екологични щети;

- Промени в очакваните печалби или загуби;

- Получени от клиенти поръчки, тяхното анулиране или важни промени;

- Оттегляне от или навлизане в нови основни области на дейност;

- Промени в инвестиционната политика на емитента;

- Предишна дивидентна дата, промени в датата на изплащане на дивидента и размер на дивидента; промени в политиката за дивиденти.

1.16 Определението на Директивата за вътрешна информация обхваща също така информация, която се отнася косвено за емитенти или финансови инструменти. По-долу е даден списък с примери за такава информация. Тези примери са индикативни и неизчерпателни, и са обект на същите условия и съображения, като тези, изложени в параграф 1.15 по-горе. Трябва да бъде отбелязано, че когато информацията отговаря на теста за вътрешна информация, се прилагат задължението за конфиденциалност и забраната за сключване на транзакции, посочени в чл. 2 и чл.3 на ДПЗ. Не съществува,

обаче, законова база да се изисква бързо оповестяване на информация съгласно чл. 6.1 на ДПЗ, тъй като този член се прилага само за емитенти и за информация, която ги засяга пряко. (Приема се, че в изброените по-долу случаи, емитентите обикновено няма да знаят за информацията преди тя да бъде публично оповестена, или, ако знаят, ще бъдат възпрепятствани да направят оповестяването самите те, докато другата агенция не е направила своето съобщение). Независимо от това, ако такива събития, когато станат публично достояние, имат последствия, засягащи пряко емитента и отговарят на теста за вътрешна информация, изискването за оповестяване на информация в член 6 на ДПЗ се прилага в съответния момент.

Информация, която засяга емитента косвено:

- Информация и статистически данни, публикувани от публични институции, разпространяващи статистически данни;
- Предстоящо публикуване на доклади на агенции за кредитен рейтинг;
- Предстоящо публикуване на изследвания, препоръки или предложения относно стойността на листваните финансови инструменти;
- Решения на централната банка относно лихвените проценти;
- Правителствени решения относно облагане с данъци, регулиране на индустрията, управление на дълг и т.н.;
- Решения относно промени в правилата на управление на пазарни индекси, и по-специално, по отношение на техния състав;
- Решения на регулирани и нерегулирани пазари относно правилата, управляващи пазарите;
- Решения на органите по конкуренция и органи на пазара относно листвани компании;
- Релевантни поръчки от държавни органи, регионални или местни власти, или други публични организации;
- Промяна в начина на търгуване (например, информация, отнасяща се за осведоменост, че финансовите инструменти на емитент ще бъдат търгувани на друг сегмент на пазара: например, промяна от непрекъснато търгуване към аукционно търгуване); промяна в маркет мейкъра или условията на търгуване.

II КОГА ИМА ЗАКОННИ ПРИЧИНИ ДА СЕ ОТЛОЖИ ПУБЛИКУВАНЕТО НА ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ

Въведение

2.1 Член 6.2 на ДПЗ предвижда, че "*един емитент може на своя собствена отговорност, да отложи публикуването на вътрешна информация по смисъла на параграф 1, за да не увреди своите законни интереси, при положение, че няма опасност, този пропуск да въведе в заблуждение обществеността и че емитентът е в състояние да гарантира поверителността на тази информация.*"

2.2 Този раздел на насоките разглежда ситуации, в които има законни интереси на

емитента да отлага публикуването на вътрешна информация. Той не включва другите две условия, посочени в член 6.2 и съответните изпълнителни мерки, (че отлагането няма да въведе в заблуждение обществеността и че емитентът е в състояние да гарантира поверителността на информацията).

Законни интереси

2.3 Терминът „законни интереси" се обяснява подробно в чл. 3 (1) на изпълнителната Директива 2003/124/ЕО:

"За целите на прилагането на член 6, параграф 2 от Директива 2003/6/ЕОЕС, законните интереси могат, по-специално, да се отнасят до следните примерни обстоятелства:

(а) текущи преговори или свързани елементи, при които изходът, или обичайната схема на подобни преговори, биха могли да бъдат засегнати от публичното оповестяване. По-специално, когато финансовата жизненост на емитента е изправена пред сериозна и предстояща заплаха, при все че не е в обхвата на приложимото при несъстоятелност право, публичното оповестяване на информация може да бъде отложено за ограничен период, когато подобно оповестяване сериозно би застрашило интереса на наличните или потенциалните акционери чрез подкопаване на приключването на определени преговори, предназначени да гарантират дългосрочното финансово възстановяване на емитента;

(б) взети решения или сключени договори от управителното тяло на даден емитент, които, за да влязат в сила, се нуждаят от одобрението на друг орган на емитента, когато организацията на такъв емитент изисква разделянето между такива органи, при условие, че публичното оповестяване на информацията, преди съответното одобрение, заедно с едновременното обявяване, че одобрението предстои, биха застрашили правилната оценка на информацията от обществеността."

2.4 В члена ясно се посочва, че списъкът с примерите, които се дават за обстоятелства, в които има законни интереси за отлагане на публичното оповестяване, е неизчерпателен. Той е отворен за емитентите да отлагат оповестяването на информация в други ситуации, при условие, че се прилагат условията на член 6 (2) на ДПЗ.

2.5 CESR обмисли, дали при даването на насоки по този въпрос трябва да предостави още примери за такива ситуации. Тъй като правото да се отложи оповестяването на вътрешна информация е по-скоро изключение от общото правило, а не от нормата, няма да е уместно да се даде дълъг списък с (други) обстоятелства, в които емитентът има право да отлага оповестяването. Отговорност на емитента е да определи, дали при конкретните обстоятелства оповестяването на вътрешна информация може да бъде отложено, като се зачетат надлежно приложимите условия.

2.6 CESR следователно ограничава насоките си до предоставяне на показателни примери за двете обстоятелства, посочени в член 3 (1) на изпълнителната Директива 2003/124/ЕО. Насоките имат за цел по-скоро да онагледят, отколкото да разширят разпоредбите на директивата. Насоките ползват консултацията, която CESR предостави на ЕК през месец декември 2002 г. (Реф: CESR/02-089d) по отношение на изпълнителната директива.

Пояснителни примери за законни интереси за отлагане на публикуване

2.7 Трябва да се отбележи, че по-долу изложените примерите не са изчерпателни и емитентите следва да разглеждат конкретните обстоятелства в своя случай, когато

вземат решение дали могат да отложат оповестяване.

2.8 Следващите примери са за първите обстоятелства („текущи преговори"), посочени в изпълнителната Директива 2003/124/ЕО:

- Ограничения за поверителност, отнасящи се за конкурентна ситуация (например, когато се преговаря за договор, но той не е финализиран и разкриването на информацията, че се провеждат преговори, ще изложи на риск сключването на договора или ще застраши друга страна). Това подлежи на разпоредбата, че всяко споразумение за конфиденциалност, сключено от емитент с трета страна, не го спира да изпълнява своите задължения за оповестяване на информацията;

- Разработката на продукти, патенти, изобретения и др., когато емитентът трябва да защити правата си, при условие, че значителни събития, които оказват въздействие върху разработката на важни продукти (например, резултати от клинични изпитания на нови фармацевтични продукти) трябва да бъдат оповестявани, колкото се може по-скоро;

- Когато емитентът реши да продаде голямо участие в друг емитент и сделката ще пропадне при преждевременно оповестяване на информация;

- Предстоящи развития, които могат да бъдат изложени на риск вследствие на преждевременно оповестяване.

2.9. Случаи в рамките на обхвата на втория набор обстоятелства („взети решения, за които е необходимо одобрение от друг орган") включват онези, които представляват комплексни процеси за вземане на решения, обхващащи множество йерархични пластове в организацията на емитента.

Други насоки

2.10. Накрая, трябва да се подчертае, че спазването на теста за законен интерес за отлагане на оповестяване на вътрешна информация, само́ по себе си не е достатъчна причина, оповестяването да се отложи. Във всички случаи трябва да се направи допълнителна оценка, за да се определи дали се прилагат другите условия в член 6.2 на ДПЗ, т.е. че отлагането на оповестяването на вътрешната информация няма вероятност да въведе в заблуждение обществеността, и че емитентът може да гарантира поверителността на информацията.

2.11 По отношение на това, какво поведение следва да имат компаниите в периода между възникването на вътрешната информация и времето, когато тя бъде оповестена или престава да бъде вътрешна информация, CESR представя следните наблюдения. По времето, когато се взема решението за отлагане на оповестяването на вътрешна информация, компаниите може да решат да записват причините за това. Това осигурява ясно одиторско досие, което може да е в полза на емитента, в случай че регулаторът изисква тази информация да му бъде предоставена. След като бъде взето решението за отлагане на оповестяването, компаниите трябва да гарантират, че осведомеността за информацията е ограничена до тези, които трябва да имат достъп до нея и че разполагащите с вътрешна информация са запознати, че информацията е конфиденциална и приемат произтичащите от това задължения. Ако емитентът впоследствие разбере, че информацията не е била третирана като поверителна и е имало изтичане, той трябва да оповести информацията, колкото може по-скоро. Емитентите трябва също така да следят дали отлагането на оповестяването на

информацията е вероятно да бъде заблуждаващо, и ако направят заключение, че случаят е такъв, информацията трябва да бъде съобщена веднага щом като бъде възможно.

2.12 CESR не възнамерява на този етап да дава допълнителни насоки за това кога отлагането на оповестяване на вътрешна информация няма да има вероятност да въвежда в заблуждение обществеността. Комитетът е запознат с аргумента, че всяко отлагане на оповестяването на информация би било подвеждащо. CESR, обаче, не споделя това мнение. Ако този аргумент беше правилен, тогава очевидно нямаше да има смисъл да се включва разпоредба в директивата, която позволява отлагане, тъй като критериите, това да стане, никога не биха могли да бъдат изпълнени.

III КОГА ИНФОРМАЦИЯТА, ОТНАСЯЩА СЕ ЗА НАРЕЖДАНИЯ НА КЛИЕНТА, КОИТО ПРЕДСТОИ ДА БЪДАТ ИЗПЪЛНЕНИ СЪСТАВЛЯВА ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ

Въведение

3.1 По отношение на информацията, отнасяща се за клиентски поръчки, съответната законодателна разпоредба е член 1.1, параграф 3 на ДПЗ, която определя, че "*за лицата, натоварени с изпълнението на нареждания относно финансови инструменти, „вътрешна информация" означава също всяка информация, предадена от клиент и имаща връзка с нареждания на клиента, които предстои да бъдат изпълнени"*.

3.2 Тези лица трябва правилно да управляват такъв вид вътрешна информация, за да избегнат злоупотреба с нея. Това означава че, съгласно чл. 2 и чл. 3 на ДПЗ, тези лица:

а) няма да използват тази информация, когато придобиват или продават или когато си опитват да придобият или да продават за тяхна собствена сметка или за чужда сметка, или пряко или косвено, финансовите инструменти, за които се отнася тази информация[6];

б) да съобщават вътрешна информация на друго лице, освен ако това не е в рамките на нормалните условия на изпълнение на работата им, на професията и/му или на техните функции;

в) да склоняват или препоръчват на друго лице да придобие или да продаде, въз основа на вътрешна информация финансовите инструменти, за които се отнася тази информация.

3.3 Съгласно чл. 4 на ДПЗ, същите забрани се прилагат за всяко друго лице, което разполага с вътрешна информация и което, по същото време, знае или би следвало да знае, че става въпрос за вътрешна информация.

3.4 Лицата, които обикновено се намират в горната ситуация, са служители на посредници.

3.5 Като се вземе предвид, че посредниците работят в комплексна среда, тези забрани означават, че те трябва да открият мерки и инструменти, които им позволяват да действат без да използват вътрешна информация. Следователно, насоките могат да позволят на посредниците и техните служители да разберат по-добре кога информацията, отнасяща се до нареждания на клиенти, които предстоят да бъдат изпълнени, е вътрешна информация.

[6] Член 2.3 предвижда, че това няма да се прилага по отношение на транзакциите, извършени, за да се гарантира изпълнението на задължение за придобиване или продажба на финансови инструменти, което е станало изискуемо, когато това задължение е резултат от споразумение, сключено преди съответното лице да разполага с вътрешна информация.

"*Нареждания на клиента, които предстои да бъдат изпълнени*" като вътрешна информация: условия, определени от директивите

3.6 Съгласно член 1.1, параграф 3 на ДПЗ "*информация, предадена от клиент и имаща връзка с нареждания на клиента, които предстои да бъдат изпълнени"* е вътрешна информация, ако отговаря на три условия[7]:

а) да "*е точна*",
б) да "*се отнася пряко или косвено до един или повече емитенти на финансови инструменти, или до един или повече финансови инструменти*",
в) "*ако бъде направена публично достояние, би могла да повлияе чувствително на курса на съответните финансови инструменти или на курса на свързаните деривативни финансови инструменти"*.

3.7 Условията от подточки а) и в) се определят допълнително от член 1(1) от изпълнителната Директива 2003/124/ЕО.

Относно условие а): "*счита се, че информацията е точна:*

1) "*ако тя съдържа набор от обстоятелства, които съществуват или разумно може да се очаква, че ще настъпят, или посочва събитие, което е настъпило или може да се очаква, че ще настъпи и*"

2) "*ако е дотолкова специфична, че способства изготвянето на заключение относно възможното въздействие на този набор от обстоятелства или на това събитие върху цените на финансовите инструменти или на свързаните деривативни финансови инструменти"*.

Условие в) *касае информацията, която даден разумен инвеститор би използвал при вземане на своите инвестиционни решения"*.

"Информация, съобщена от клиент и свързана с нареждания на клиента, които предстои да бъдат изпълнени": насоки

i) Нареждания на клиент, които предстои да бъдат изпълнени.

3.8 ДПЗ, или съответната изпълнителна директива не дават определение на термина „нареждане на клиента, което предстои да бъде изпълнено" (висящи клиентски поръчки). CESR не счита, че може да даде едно единствено определение на термина, но предлага следните насоки, за да се подпомогне да се изясни, кога съществува висяща клиентска поръчка. Индикация, че съществува висяща клиентска поръчка е, че към лице, натоварено с изпълнение на поръчки се обръща друго във връзка с транзакция и

а) транзакцията не се изпълнява веднага в отговор на цена, оферирана от това лице ; и
б) въпросното лице е поело законово или регулаторно задължение по отношение на начина или времето на изпълнение на транзакцията.

Така, например, провеждане на проучване за цена (т.е. свързване с различни брокери за да се установи по каква цена са готови да закупят или продадат даден финансов инструмент или вид финансов инструмент) няма само́ по себе си да представлява висяща клиентска поръчка, тъй като поръчката все още не е дадена.

ii) Кога съобщената от клиента информация е вътрешна: общи съображения

[7] В допълнение, безусловно четвъртото условие е, че информацията не е вече публична.

3.9 Основните трудности да се разбере кога една информация, подадена от клиентите, отнасяща се за висящите им поръчки, е вътрешна информация, се отнасят по същество до проблема при определяне кога са изпълнени горепосочените условия за точност и ценова чувствителност.

3.10 Преди да се проучи обхвата на насоките относно точността и ценовата чувствителност на такава информация, е редно да се приеме, че поръчките най-общо се характеризират от няколко елемента, засягащи три параметра: цена, количество и време на изпълнение. Много различни комбинации от тези елементи могат да бъдат оценявани по различен начин. От значение могат да бъдат също така самоличността на клиента и финансовият инструмент, за който се отнася поръчката.

3.11 В допълнение, тези елементи са различни за отделните пазари според тяхната специфична микроструктура. Например, някои електронни системи за търговия могат да позволят поръчки за стоп-загуби (stop-loss orders), или частично показани поръчки, и т.н. Освен това, въздействието на пазара за изпълнението на поръчката може да зависи от ликвидността на пазара; начина, по който ще бъде изпълнено нареждането; използвания метод за търгуване (аукцион, непрекъсната търговия, др.); и т.н.

3.12 Всички имащи отношение фактори трябва да бъдат взети предвид, за да се определи дали информацията, предадена от клиентите, отнасяща се за техни висящи поръчки, е вътрешна информация. Трябва да се подчертае, че следващите насоки са показателни и не са изчерпателни.

iii) <u>Ценова чувствителност</u>

3.13 Ценовата чувствителност на информацията, отнасяща се за висяща клиентска поръчка, е вероятно да бъде повлияна от:

а) големината/размера на поръчката, сравнена, например, със средния размер на поръчките на пазара или дневния обем на търгуване. Колкото по-голям е размерът на поръчката в сравнение със средния размер на поръчките на този пазар, толкова по-вероятно е тя да има влияние върху цената на финансовия инструмент;

б) ликвидността на пазара по време на периода на изпълнението на поръчката;

в) спред „купува-продава: колкото по-голям е спредът, толкова по-вероятно е поръчката да има въздействие върху цената;

г) ценовия лимит за поръчката и връзката на този ценови лимит с текущия спред „купува-продава”;

д) срока на изпълнение, така както е нареден от клиента (например, колкото по-бързо клиентът иска да бъде изпълнена поръчката, толкова по-вероятно е да има въздействие върху цената);

е) времето за изпълнение във връзка с определяне на релевантни или референтни цени, като напр. цени при отваряне, минимални и максимални цени при затваряне или цени на упражняване на свързани финансови инструменти, като деривативи, обезпечени варанти, структурирани облигации и др.;

ж) самоличността на клиента;

з) дали поръчката може да повлияе поведението на други пазарни участници.

iv) Точност

3.14 Както се посочва в изпълнителната Директива 2003/124/ЕО (виж параграф 3.7), съответните условия за определяне дали информацията е точна, се състоят от две части: "1) *ако тя посочва набор от обстоятелства, които съществуват или разумно може да се очаква, че ще настъпят, или посочва събитие, което е настъпило или може да се очаква, че ще настъпи и 2) ако е дотолкова специфична, че способства изготвянето на заключение относно възможното въздействие на този набор от обстоятелства, или на това събитие върху цените на финансовите инструменти, или на свързаните деривативни финансови инструменти".*

3.15 Докато второто условие, по същество, е много близко до това за ценовата чувствителност, първото изразява съвсем ясно, че информацията не трябва да бъде сигурна, за да съставлява вътрешна информация, т.е. информация, отнасяща се за поръчка, може да бъде вътрешна информация, дори ако всички нейни характеристики все още не са напълно определени. В тази връзка се дават по-долу изложените полезни насоки.

3.16 Тестът за точност на информацията, отнасяща се за поръчка, е по-вероятно да бъде удовлетворителен:

а) колкото по-точно са определени размерът, ценовият лимит и периода на изпълнение на поръчката;

б) колкото по-предсказуем е моделът на търговско поведение на клиент, толкова по-точна ще бъде дадена поръчка от този клиент.

Други насоки

3.17 На комитета се задава въпрос, какво трябва да направи лице, натоварено с изпълнение на клиентски поръчки, ако след като е получило клиентска поръчка да изпълни значима транзакция с финансов инструмент, впоследствие е получило поръчки от други клиенти относно същия инструмент. Декларативната част 18 от ДПЗ е свързана в този контекст, както следва:

> "…. Самият факт, че маркет-мейкърите, институциите, овластени да действат като контрагенти, или лицата, оторизирани да изпълняват нареждания за трети лица… се ограничават … да водят законните си дейности по покупка и продажба на финансови инструменти … не следва да се счита, че представлява търговия с вътрешна информация."

Фактът, че лице, натоварено с изпълнение на клиентски поръчки, получава голяма поръчка от клиент не означава, че трябва да спре да изпълнява други поръчки, които може да получи относно същия финансов инструмент, докато бъде завършена първата поръчка.

IV СПИСЪЦИ НА ЛИЦАТА, РАЗПОЛАГАЩИ С ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ

4.1 Член 6.3, параграф 3 от ДПЗ задължава държавите-членки да изискват емитентите, или лицата, действащи от тяхно име или за тяхна сметка, да изготвят списъци на лицата,

разполагащи с вътрешна информация, които да бъдат редовно актуализирани и предоставяни на компетентния орган при поискване. Освен това, изпълнителната Директива 2004/72/ЕО[8] определя допълнителни детайли относно съдържанието на списъка, начина, по който трябва да бъде актуализиран и поддържан, и задълженията за информация, свързани с него.

4.2 Като цяло, в Европа, държавите-членки са въвели тези разпоредби, така че те се прилагат за емитенти, чиито финансови инструменти са допуснати до търговия на вътрешен регулиран пазар и/или за вътрешни емитенти, които имат финансови инструменти, допуснати до търговия на регулиран пазар в друга държава-членка на ЕС или Европейската икономическа зона (ЕИЗ).

4.3 Вече има известен брой емитенти, чиито финансови инструменти са допуснати до търговия на регулирани пазари в различни европейски юрисдикции. Следователно, един и същ емитент трябва да спазва изискването за изготвяне и поддържане на списък на лицата, разполагащи с вътрешна информация, съгласно правната рамка, приложима във всяка една от тези юрисдикции. С други думи, може да има припокриващи се изисквания по отношение на воденето на списъка при определени обстоятелства. От гледна точка на компетентните органи се счита, че припокриването е за предпочитане пред законови празноти. Може, обаче, да се окаже, че припокриването би могло да бъде "обременяващо" за емитентите.

4.4 Трябва да се припомни, че изискванията да се води, поддържа и да се предоставя на компетентните органи списък на лицата, притежаващи вътрешна информация, се прилага само за емитент, който има поискано или одобрено допускане на финансовите си инструменти до търговия на регулиран пазар в държава-членка (член 9, параграф 3 от ДПЗ).

4.5 За емитенти, подвластни на юрисдикцията на повече от една държава-членка на ЕС или ЕИЗ по отношение на изискванията към списъка на лицата, разполагащи с вътрешна информация, е препоръчително, съответните компетентни органи да признаят списъците, изготвени съгласно изискванията на държавата-членка, в която е адресът на управление на този емитент.

4.6 Тази препоръка не оспорва задължението за емитента, във всяка една от съответните юрисдикции, да съставя списък на лицата, разполагащи с вътрешна информация и правото на компетентния орган на всяка от тези юрисдикции да поиска такъв списък. В този контекст трябва да бъде отбелязано, че съгласно ДПЗ, на компетентния орган списъкът следва да се предоставя само ако бъде поискан от емитента: не съществува задължение за емитента да предоставя доброволно своя списък на лица с вътрешна информация на компетентния орган, или да го информира за актуализацията му.

4.7 По отношение на лицата, действащи от името или за сметка на емитента, независимо от тяхната националност, тяхното местонахождение или място на учредяване, правилата, които трябва да спазват, са правилата на юрисдикцията, приложими за емитента.

---

[8] Директива 2004/72/ЕО на ЕК от 29 април 2004 г. за прилагане на Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на възприетите пазарни практики, определянето на вътрешна информация по отношение на дериватните продукти, изготвянето на списъци на вътрешни лица, уведомяването за транзакции на управителите и уведомяването относно подозрителни транзакции.