

Необходимостта от създаването на Регламента относно пазарната злоупотреба и Влиянието на решението Spector Photo Group

The need of the Market Abuse Regulation
and the Impact of the Spector Photo Group
Decision

Анна Тюнис-Бамбалска¹

SUMMARY

Over the years, the financial markets of the countries in the European Union have reached increasingly prominent differences, especially in insider dealing and its variety of sanctions. As a result, there is a need to adopt a single and harmonized European framework to ensure the security of all participants in capital markets. A key role in this process plays the decision on the Spector Photo Group case, which raises key topics, where there was no legislation at that moment. After a series of negotiations, the law changed with the Market Abuse Regulation.

¹ Анна Тюнис-Бамбалска е водещ адвокат, специалист в областта на международното икономическо право, в адвокатска кантора Марцилие, г-р Мејер & г-р Гунтнер, в Мюнхен, Германия. e-mail: bambalska@mmg-bg.de. (Anna T nies-Bambalska is a leading lawyer expert in international business law at Marzillier, Dr. Meier & Dr. Gunter RA GmbH in Munich. e-mail: bambalska@mmg-bg.de).

KEY WORDS

Insider Trading; Insider Information; Legal Sanctions; Capital Markets; Spector Photo Group; Market Abuse Regulation

Увод

На 20.10.2011 г. Европейската комисия обявява предложение² за модернизиране на нормативната база за борба срещу търговията с ценни книжа въз основа на злоупотреба с вътрешна информация. Предложението на Комисията е съобразено с развитието на капиталовите пазари и се стреми да удовлетвори техните актуални нужди. В него се акцентира върху обстоятелството, че злоупотребата с вътрешна информация не се санкционира въобще или не се преследва достатъчно строго³.

Комисията прави извод, че при настъпването на финансовата криза през 2008/2009 г. капиталовите пазари не са били предварително защитени и не е била налице стабилизираща правна уредба. В тази връзка пазарният интегритет придобива централно значение. По тази причина групата на 20-те водещи финансовите пазари гържави (Г-20) подкрепя на поредната си годишна среща предложението на Европейската комисия за въвеждане на нови регулации. В своите решения групата на Г-20 също така приканва да се засили и наблюдението на финансовите пазари, както и да се въведат високи международни стандарти за осигуряване на прозрачност и сигурност на финансовите пазари.

² M. Ketzer, N. Pauer. Die wesentlichen Neuerungen der geplanten VO und Richtlinie der Kommission zu Insiderhandel und Marktmanipulation: mit Anmerkungen aus rechtsstaatlicher Perspektive, *Österreichische Bankwissenschaftliche Gesellschaft*. 3, (2014), p. 162.

³ Europäische Kommission. Vorschlag für Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), (2011) [online] <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011PC0651&from=DE>, [Accessed 1.09.2021].

Главната нужда от унификация Европейската комисия вижда в различния подход при регламентирането на нарушенията на капиталовите пазари в различните държави – членки на ЕС, както и недостатъчното въздействие на санкциите и липса на възпиращо действие върху нарушителите⁴. Не на последно място, в отделните държави – членки на ЕС, съществуват различни легални дефиниции на търговията въз основа на вътрешна информация и пазарни манипулации като престъпление. Тази особеност неизбежно налага нормативна унификация на понятията и възприемането на единен подход при санкционирането на нарушенията.

1. Решението Spector Photo Group

Забраната на злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари е предмет на няколко решения на Съда на Европейския съюз в Люксембург⁵, но едно от тях играе ключова роля. При въвеждането на Регламента европейският законодател налага своите виждания за забрана на злоупотребата с вътрешна информация, воден основно от решението на съда по делото Spector Photo Group⁶ от 23.12.2009 г.

1.1. Предистория

В посочения случай белгийското дружество Spector Photo Group купува голям брой собствени акции за 9,97 ЕВРО за акция под претекст, че иска да ги предостави на свои служители. След това публикува бизнес данни, от които се вижда значително увеличение на цената на акциите до 12,50 ЕВРО за брой. От своя страна Федералната комисия на финансовите пазари на Кралство Белгия (CFMF)⁷ налага на дружеств-

⁴ Пак там.

⁵ EuGH C-19/11 vom 28.06.2012, EuGH, 23.12.2009 – C-45/08.

⁶ Решение на Съда от 23 декември 2009 г., Spector Photo Group NV u Chris Van Raemdonck срещу Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), Дело C-45/08, 2009 I-12073.

⁷ Commission Fédérale des Marchés Financiers.

вото глоби за търговия с вътрешна информация поради противоречие с белгийското право. В рамките на делото се отпраща преюдициално запитване до Съда на Европейския съюз. Въпросите в него са дали тогавашната регламентация, въведена с разпоредбите на Директива 2003/06⁸ и по-конкретно чл. 2 от нея, който дефинира понятието „търговия с вътрешна информация“, предвижда пълна хармонизация, как следва да се тълкува „използването“ на вътрешна информация, необходимо ли е да има субективен елемент при използването и се поставя въпрос относно съразмерността на санкциите. Това са все въпроси, на които към онзи момент законодателството не дава ясен отговор, и чието правоприлагане е оставено на тълкуването на гържавите членки.

Основен е проблемът дали трябва да се докаже, че Спектор в качеството си на „лице с вътрешна информация“ (инсайдер) я е използвал **умишлено**, за да се обогати и респективно да навреди на другите участници на пазара. Съдът постановява, че е достатъчно инсайдерът фактически да използва вътрешната информация в своя полза. Наличието на обективните предпоставки дават основание за основателността на предположението, че злоупотребата е желана. Субективният елемент не е нужно изрично да бъде доказан, а може да бъде само предположен и въз основа на това констатиран.

Решението Spector Photo Group, както може да се предположи, улеснява установява правонарушението и реализирането на юридическа отговорност за злоупотреба с вътрешна информация занапред. Въз основа на това Европейският парламент възпроизвежда аргументите от решението по този случай в своя доклад за гласуване и приемане на Регламент ЕС 596/2014 под номера № 24 и № 25 при внасянето на Регламента за одобрение в Европейския съвет. Друг е въпросът, че решението на съда бива подложено на голяма критика в европейската правна литература⁹. Тя се състои основно в това,

⁸ Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 28 януари 2003 година относно търговията с вътрешна информация и манипулирането на пазара (пазарна злоупотреба) (омм.).

⁹ M. Heusel. Anmerkung zu EuGH, Urt. v. 23.12.2009, C-45/08 – Spector Photo Group NV. *Zeitschrift für Bank-und Kapitalmarktrecht*, (2010), pp. 77 – 78.

че се презумира вината, а това е в противоречие с основните човешки права и принципи произтичащи от ЕХПЧ¹⁰, както и не на последно място от презумпцията за невинност в наказателното право¹¹. Според част от авторите, критикуващи това виждане, решението и заложените на негова основа принципи в Регламентта са в противоречие с чл. 6, ал. 2 от ЕХПЧ и не могат да бъдат прилагани в нито един наказателен процес¹². Интересно е тук да се спомене, че в случай на констатирано и доказано нарушение Федералната комисия на финансовите пазари на Кралство Белгия налага на нарушителя парична глоба с административен акт. Изследвайки случая, белгийският финансов надзорен орган не анализира въпроса за вината като субективен елемент и предпоставка за отговорността. Тя много повече прави едно сумарно изследване на настъпилите факти, които водят до подвеждане под административна отговорност и налагане на парична глоба¹³.

Европейското право от своя страна категорично отхвърля критиката, като казва, че тази презумпция по всяко време може да бъде оборена. Такъв подход не е и в колизия с чл. 6, ал. 2 от ЕХПЧ, която допуска подобни презумпции, стига те да бъдат оборими и гържавата да **не** бъде освободена автоматично от доказателствената тежест¹⁴.

В отговор на останалите въпроси от преюдициалното запитване генералният адвокат излага своето разбиране за приложимото право и препоръчва на Съда как да се реши делото. Становището му по правило не обвързва Съда, но се оказва много влиятелно за бъдещата регламентация на ма-

¹⁰ Харта на основните права на Европейския съюз, 2016/С 202/02.

¹¹ М. Йорганова, Д. Марков, М. Илчева. *Правото на защита и принципа на равнопоставеност на страните в българският наказателен кодекс*. София, ЦИД, 2012, с. 28, т. 3.6, [онлайн] https://csd.bg/fileadmin/user_upload/publications_library/files/21061.pdf [гостън 18.12.2021].

¹² Р. Opitz. Der EuGH und die Inschuldsvermutung bei Insiderdelikten – Europa auf dem Weg in die Verdachtsstrafe. *Zeitschrift für Bank-und Kapitalmarktrecht*, (2010), pp. 71 – 73.

¹³ А. Sinneave. *Die Rückforderung gemeinschaftsrechtswidriger nationaler Beihilfen*. Leipzig, Dunker & Humboldt 2021, p. 106.

¹⁴ Heusel (2010), pp. 77 – 78.

мерията. Този случай ясно подчертава нарастващото значение, което решенията на Съда на ЕС имат за тълкуването на вътрешното законодателство за финансовите услуги, както и различните тълкувания към онзи момент, които гържавите членки са възприели по отношение на определението за търговия с вътрешна информация.

В точка 45 от Решението се съдържа ключово заключение относно необходимостта от приемането на единна законодателна рамка спрямо определянето и санкционирането на търговията с вътрешна информация:

„Въвеждането на ефикасна и единна система за превенция и налагане на санкции за търговия с вътрешна информация с оглед на законната цел за защита на интегритета на финансовите пазари може по този начин да насочи общностния законодател да възприеме обективно определение за фактическия състав на забранената търговия с вътрешна информация“.

В решението Spector Photo Group се констатира, че използването на информацията води до облагодетелстване на злоупотребилния под една или друга форма, но без да е изложен на същия риск като другите участници на пазара, които са пряко свързани с търговията с ценни книжа. В мотивите се констатира, че злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари не е безобиден феномен на добре развитите икономики. Такъв вид нарушения имат характер на противоправно поведение и не могат да бъдат търпени от правния ред¹⁵. Като се основава на решението по делото Spector Photo Group, Комисията приема, че основното предназначение на Регламентата е да се закриля доверието на участниците във функционалността и интегритета на капиталовия пазар. Същевременно европейският законодател вижда

¹⁵ В този смисъл вж. J. Diversy, G. Köpferl in J.-P. Graf, M. Jäger, P. Wittig. *Kommentar Wirtschaftsstraft- und Steuerrecht*, München, C.H.Beck, 2. Auflage. 2017, § 38 WpHG, Rn. 5; J. Hartmann. *Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels: Eine rechtsvergleichende Darstellung USA – Deutschland*, Saarbrücker Studien zum Privat- und Wirtschaftsrecht. Band 11, Peter Lang, 1999; K. Caspari. Die geplante Insiderregelung in der Praxis. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 23. (1994), pp. 530 – 546.

остра нужда от въвеждането на единен фактически състав и нормативна уредба на забранените действия за всички гържави членки. В мотивите на Регламента се изтъква, че различията в нормативните уредби и способите за преследване в националните законодателства водят до трудности при ефективно налагане на санкции. Преодоляването на този проблем ще се постигне със създаването на единен фактически състав. Такъв е създаден с член 14 от Регламента. В него точно и ясно са изложени видовете наказуеми действия. Целта на единното санкциониране в ЕС е да се предотврати глобален срив или т.нар. „домино ефект“ на капиталовите пазари, като се даде сигурност и стабилност. Същевременно е взета предвид и превенцията – значително по-малко вероятно е при наличието на глобална забрана в целия ЕС капиталовите пазари отново да изпаднат във финансова криза. Също така забраната би довела до значително по-голяма ефективност в обмяната на данни, както и в преследването на такъв вид нарушения.

Изложеното дотук води до заключението, че с въвеждането на Регламента се поставя за цел, впрочем реализирана успешно, да се уеднакви фактическият състав на забранените действия. В дългосрочен план това води до постигане на поставените цели: интегритет, равнопоставеност на участниците и стабилност на капиталовите пазари.

1.2. Резултат

В резултат от новоочертаните нужди и съвместните законодателни усилия се приема Регламентът относно пазарната злоупотреба (Регламент (ЕС) № 596/2014¹⁶. В него освен всичко за първи път се включва изрична норма, съдържаща забрана за злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари, легална дефиниция на понятието за вътрешна информация и се постановява задъл-

¹⁶ РЕГЛАМЕНТ (ЕС) № 596/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 г. относно пазарната злоупотреба (Регламент относно пазарната злоупотреба) и за отмяна на Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и директиви 2003/124/ЕО, 2003/125/ЕО и 2004/72/ЕО на Комисията. В англоезичната литература за означаването му се използва абривиатурата MAR (Market Abuse Regulation).

жението националните законодателства да въведат административнонаказателна отговорност за злоупотреба с вътрешна информация на капиталовите пазари. Регламент (ЕС) № 596/2014 се приема на 16 април 2014 г., влиза в сила на 3 юли 2016 г. и има пряко действие във всички държави членки. Те от своя страна са длъжни да приведат законодателствата си в съответствие с разпоредбите на Регламента и по този начин да се постигне възможно най-всеобхватно и ефективно ограничаване и предотвратяване на подобни нарушения.

2. Критика срещу необходимостта от приемането на подобен регламент

Същевременно основателността на мотивите за въвеждането на регламента се подлагат на съмнение. Критиката срещу нуждата от нова регулация на материята може да се сведе до следното: въвеждането на регламент за борба против злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари може до известна степен да блокира участието и развитието на пазарите. След като според Регламента всеки опит и подбуждане към злоупотреба с вътрешна информация са наказуеми, то в тази връзка възниква проблемът до каква степен една информация следва да се третира като вътрешна и кога може да се приеме, че е налице злоупотреба с нея. Той може да доведе до това, че у участниците ще се породят основателен страх от участие на пазарите. В определен момент от развитието на инвестицията всеки от инвеститорите може да бъде окачествен като инсайдър и съответно да бъде санкциониран. Така би се блокирало развитието и участието на капиталовите пазари, което със сигурност ще окаже отрицателно влияние върху икономиката и инвестициите в държавата. Не на последно място като критика се изтъква, че участието на борсата е винаги свързано с риск и спекулация. Това обаче често може да бъде погрешно интерпретирано като злоупотреба с вътрешна информация.

Тези аргументи са неубедителни, защото чл. 14 от Регламента ясно определя фактическия състав на забранените действия. Със сигурност регулацията има до известна степен казуистичен характер, но забраната на такъв вид нарушения дава сигурност на участниците и стабилност на капиталовите пазари. Не е убедителен и аргументът, че някои от участниците могат да бъдат погрешно възприети като вътрешни лица, без да имат това качество в действителност. Всеки участник има ясна представа за източника и характера на използваната от него информация.

Вижда се ясно, че чрез въвеждането на Регламента се постига и превантивен ефект, като така ще се развие нетърпимост към подобни правонарушения. Участниците, които не са сигурни как ще бъдат възприети техните инвестиции и спекулации на капиталовите пазари, не би следвало да поемат риска да участват. Неучастието на непочтени участници води до спад на инвестициите, но и до сигурност на капиталовите пазари, което е и основната цел на новоприетия регламент.

Европейското законодателство се води от принципното разбиране, че търговията, основаваща се на злоупотреба с вътрешна информация, застрашава функционалността и интегритета на капиталовите пазари. Това се отхвърля от критиците на Регламента, защото липсвали емпирични резултати, които да потвърдят този извод. Едно по-детайлно изследване¹⁷ на проблема показва, че няма емпирични проучвания, които ясно и точно да доказват до колко и по какъв начин капиталовият пазар е застрашен от подобен вид злоупотреби.

Всъщност тезата, че търговията с вътрешна информация не застрашава финансовите пазари, не следва да бъде споделена. Противоправното поведение и инвестиции винаги се отразяват негативно и създават така наречения „*домино ефект*“. Такъв вид верижна реакция може много ясно да бъде

¹⁷ M. Rau. *Director Dealing am deutschen Aktienmarkt*, 1. Aufl. Wiesbaden, Dt. Univ.-Verl., 2004, p. 71; S. Birkner. Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation im Kontext nationalen und europäischen Rechts. Tietje, Christian/Kraft, Gerhard/Kumpan, Christoph (Hrsg.), *Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht*. Heft 155, Halle (Saale), 2018, p. 8.

видяна в случаите, когато се констатира злоупотреба с вътрешна информация на една от борсите. Цената на същите акциите спада мигновено и на други борси, в случай че се предлагат и там. Последица от домино ефекта е, че падат цените и на акции, които паралелно се търгуват на борсата, където е извършена злоупотребата с вътрешна информация. Това е резултат от загубеното доверие в правомерното търгуване и предлагане на акции. Ако злоупотребата има мащабен характер, то тогава т.н. домино ефект се проявява и извън борсата и засяга други сектори на икономиката на гържавата, чиято борса е била обект на такава злоупотреба¹⁸.

Не е издържан и аргументът, че щом липсват емпирични изследвания, доказващи негативната връзка между придобитата вътрешна, респективно използвана информация и негативното отношение спрямо другите участници на капиталовите пазари, не следва да бъде ограничавана търговията с вътрешна информация. Разбира се, капиталовите пазари сами по себе си имат спекулативен характер и не могат да бъдат строго фиксирани в правна рамка. Спекулативният характер на борсата обаче не бива да се изразява в даването на възможност на някои участници да извлекат предимства пред други, само защото имат достъп до вътрешна информация. За да има шанс за успех, всеки участник трябва да е сигурен, че участва при равни условия с останалите във финансовата платформа, която е строго регламентирана и наблюдавана за възможни нарушения.

3. Приемане на Регламент (ЕС) № 596/2014.

Отражението му в българското законодателство и съдебна практика

Регламент (ЕС) № 596/2014 се приема на 16 април 2014 г. и влиза в сила на 3-и юли 2016 г. След приемането му Европейската комисия приема и серия от допълнителни и разясняващи

¹⁸ S. Wehner. *Zur strafrechtlichen Verantwortung von Ratingagenturen im Rahmen der europäischen Schuldenkrise*. Berlin, Logos, 2015, p. 62.

регламенти и директиви. Сред тях е Директива 2014/57/ЕС относно наказателноправните санкции за пазара (CRIM-MAD)¹⁹. Тя установява минимални правила за наказателноправни санкции за злоупотреба с вътрешна информация, незаконно разкриване на вътрешна информация и манипулиране на пазара. Директивата гарантира ефективното прилагане на Регламента, като изисква от държавите членки да въведат престъпни състави и санкции най-малко за тежките случаи на тези престъпления. По този начин тя допринася за гарантиране на целостта на финансовите пазари и за укрепване на защитата на инвеститорите и доверието в тези пазари и доразвива въведеното в чл. 30 от Регламента задължение в националните законодателства да се въведе отговорност за злоупотреба с вътрешна информация на капиталовите пазари.

Въвеждането на Регламент (ЕС) № 596/2014 води до големи промени в националните законодателства на отделните държави – членки на ЕС. Във връзка с търговията с вътрешна информация една такава промяна представлява директното прилагане на забраняващия я чл. 14, който обаче представлява забрана без последствия. Европейският законодател оставя действителното прилагане на забраната и санкционирането при нарушаването ѝ на отговорността на отделните държави. Съответно в случай на нарушение държавите сами определят обхвата на наказателното гражданското и административното преследване.

В изпълнение на тези изисквания българският законодател въвежда в глава седма на особената част от Наказателния кодекс чл. 260а, чл. 260б и чл. 260в²⁰. Целта на новосъздадените наказателни норми е не само да удовлетвори очакванията на Европейския законодател, но и да сигнализира значението и важността на интегритета на капиталовите пазари в България, като даде възможност на едно по-силно обществено въздействие в сравнение с административните санкции.

¹⁹ Директива 2014/57/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 г. относно наказателноправните санкции за пазарна злоупотреба (Директива за пазарната злоупотреба).

²⁰ Закон за изменение и допълнение на Наказателния кодекс, Обн., ДВ, бр. 101 от 19 декември 2017 г.

Текстовете в Наказателния кодекс въздигат в престъпления злоупотребата с вътрешна информация, разпространяването ѝ и манипулирането на пазара, но българският законодател конкретизира в твърде големи детайли съответните норми. За съжаление това решение води до неблагоприятни последици от страна на спазването на основни наказателноправни принципи и прави погвеждането на престъпленията пог фактическия състав на нормите почти невъзможно. Това може да е и една от причините, поради която съдебна практика по посочените текстове изцяло липсва.

За разлика от българския, германският законодател например регулира злоупотребата с вътрешна информация с промяната на чл. 119 от Wertpapierhandelsgesetz – WpH²¹ (Закон за търговия с ценни книжа). Нормата предвижда погвеждане пог отговорност на всеки, който участва или разкрива вътрешна информация в нарушение на чл. 14 от Регламент (ЕС) № 596/2014. Тук много силно впечатление прави това, че немският текст препраща най-общо към Регламента. С това немският законодател оставя свободно поле на съдилищата и другите съблюдаващи органи да надзирават максимално за настъпилите нарушения и да конкретизират прилагането на регламента едва чрез съдебната си практика.

Наред с липсващата съдебна практика в България на 25 юли 2019 г. страната ни получава официално уведомително писмо от Комисията²², тъй като националното ѝ законодателство не съответства в пълна степен на правилата на ЕС относно наказателноправните санкции за пазарна злоупотреба. Предвидените в закона са недостатъчни и с ограничено приложно поле. С писмото си Комисията призовава България наред с 5 други страни членки да гарантира, че манипулациите и злоупотребите с финансова информация са въздигнати от закона в престъпления и следва да бъдат наказвани ефек-

²¹ Изм. с чл. 1 – Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG) G. v. 30.06.2016 BGBl. I S. 1514, 2017 I 559.

²² Производства за установяване на нарушения от месец юли: най-важни решения, 25 юли 2019, Брюксел, [online] https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/bg/INF_19_4251, [Accessed 24.11.2021].

тивно и последователно като такива. Въпреки уведомителното писмо и досега липсват законодателни промени в Наказателния кодекс на Република България.

Що се отнася до гражданскоправната и административноправната регламентация в съответствие с европейските изисквания българският законодател приема Закона за прилагане на мерки срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти (ЗПИМПЗФИ)²³ с ясно заявената в чл. 2 цел предотвратяване и разкриване на пазарни злоупотреби с финансови инструменти. Неговото изпълнение и надзорът по спазването му са възложени на Комисията за финансов надзор, на която като национален регулаторен орган Регламентът засилва надзорните и разследващите правомощия. Със закона се създават и улеснени процедури за съобщаване на нарушенията, което дава възможност на всяко заинтересовано лице лесно да подаде сигнал до КФН, в резултат от което да бъдат извършени проверки или разследване на място и да се предприемат необходимите мерки.

В закона се съдържат принудителни административни мерки и административнонаказателни разпоредби, които наред с наказателната отговорност трябва да създадат цялостна защитна рамка срещу извършвани нарушения. Размерите на предвидените глоби и имуществени санкции са между 500 лв. и 30 млн. лв., както предвижда и Регламентът. Установяването на нарушенията, издаването, обжалването и изпълнението на наказателните постановления се извършват по реда на Закона за административните нарушения и наказания. Неговата регламентация е остаряла, не отговаря напълно на нуждите на гражданския оборот, съответно не отменя необходимостта от цялостно уреждане на института на корпоративната отговорност. Но въпреки това може да се счита, че България е изпълнила изискването да осигури възможността юридическите лица да носят отговорност.

Докато наказателноправна практика във връзка с пазарните злоупотреби напълно липсва, то административнонаказателната се натрупва с бавни темпове едва през последните 3 години. Най-често санкциониранията нарушения, макар и с малки глоби в размер на 1000 лв., са свързани с неизпълнение

²³ ЗПИМПЗФИ, Обн., ДВ, бр. 76 от 30 септември 2016 г.

на уведомителните задължения на групествата – неподаване на изискуемите уведомления до КФН в срок, неуведомяване за тясно свързани лица, с които сключват сделки за продажба на акции, превишаваща законоустановения праг или неразкриване по нормативно определения ред на вътрешна информация, която по-рано е била предоставена умишлено на трето лице²⁴.

По-висока имуществена санкция – 20 000 лв., е била наложена за манипулиране на пазара чрез сключване на сделки и подаване на нареждания, които са гали подвеждащи сигнали по отношение на предлагането и търсенето на финансов инструмент, което е довело до понижаване на цената на търгуваните акции²⁵. Със същия размер глоба е санкциониран и управителят на групество, който от името и за сметка на групеството е симулирал изкуствена търговия като е действал на регулирания пазар едновременно като купувач и продавач²⁶.

В друго решение се налага същата глоба за извършени две сделки в рамките на две минути между едни и същи лица, за които съдът заключава, че „несъмнено представляват действия по манипулиране на пазара, защото с тях се предизвиква първоначално понижаване на цената на акциите, а впоследствие с втората сделка същата се повишава. По този начин е налице възможност това да създаде невярна представа у другите участници на пазара на финансови инструменти, че е налице интерес към тези акции, че същите са обект на повишено търсене, което от своя страна ще доведе и до невярна представа за тяхната цена. Представата би била невярна, тъй като сделките са били фиктивни – между едни и същи лица и имали за предмет едни и същи акции, като не

²⁴ Решение № 483785 от 10.09.2018 г. по а. н. г. № 11471/2017 г. на СРС; Решение № 507764 от 15.10.2018 г. по а. н. г. № 9774/2017 г. на СРС; Решение № 7109 от 09.12.2020 г. по адм. г. № 9653/2020 г. на АС – София-град; Решение № 32 от 05.10.2021 г. по а. н. г. № 68/2021 г. на РС – Етрополе; Решение № 20 от 12.03.2019 г. по а. н. г. № 444/2018 г. на РС – Свищов.

²⁵ Решение № 5781 от 07.10.2019 г. по адм. г. № 6768/2019 г. на АС – София-град.

²⁶ Решение № 2008 от 25.03.2019 г. по адм. г. № 1612/2019 г. на АС – София-град.

водели до промяна на първоначалния собственик. В случая правилата на Регламента засягат търговията именно с безналични акции, като е без значение количеството им, а дали с процесните сделки има вероятност да се създаде невярна представа²⁷.

Извън наказателно и административнонаказателните средства за защита на заинтересованите лица остава отворен и общият път за защита срещу непозволено увреждане по чл. 45 ЗЗД, изразяващо се в претърпени имуществени или неимуществени вреди в резултат от пазарни злоупотреби.

Може да се наблюдава, че съдебната практика се формира бавно, има немалко наложени, но отменени на последваща инстанция имуществени санкции, както и че наложените глоби гравитират около законовия минимум. Бавните темпове на развитие на българската фондова борса и предвидимостта на движението на борсовите индекси все още не са дали възможност да се активира в пълна сила правораздавателния елемент на този Регламент, но неговата наличност предоставя необходимите гаранции за защита на евентуалните потърпевши лица. Предстои да видим как това ще се сблъска с местното законодателство и доколко търговското право безконфликтно ще асимилира качествено приложението на Регламента.

ЗаклЮчение

Ключов фактор за добре функциониращата борса са нейните участници. Търговията въз основа на вътрешна информация застрашава функционалността на капиталовия пазар на една държава, когато се манипулира или е доминиран от единични участници. Според емпирични изследвания²⁸, доминиращите личности и организации на капиталовите пазари са

²⁷ Решение № 90602 от 11.04.2019 г. по а. н. г. № 310/2019 г. на Софийски районен съд.

²⁸ L. Klöhn. Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* (2010), pp. 1869 – 1882; J. Fisch. *Research Handbook on Insider*

тези, които най-много влияят на образуването на борсовия индекс. Тук става въпрос както за управителните органи на големи корпоративни участници на капиталовите пазари, така и за брокери, обслужващи по-малки инвеститори и групи с интерес от регистриране на борсата. Ролята на инвестиционните посредници е от голямо значение и не следва да се подценява. Това заключение се прави, защото голяма част от капиталовите пазари се държи от малки и средни инвеститори, които са тясно свързани с такъв вид брокери. Брокерите имат голямо значение за тях, тъй като ги съветват къде и как да инвестират капитала си и какъв вид инвестиции в какъв момент да предприемат. Малките и средните инвеститори може единично да не са толкова влиятелни на борсата, но като съвкупност имат силно доминиращ дял и затова не бива да бъдат подценявани. Липсващата регулация на търговията въз основа на вътрешна информация би довела до оттегляне на посредниците на ценни книжа и респективно изключването от участие на малки и средни акционери на борсата. Това е така, защото инвестиционните посредници никога не биха поели риска да консултират и залагат чужд капитал в нещо, което не функционира прозрачно. Ако не могат да бъдат сигурни, че достъпът до информация, въз основа на която те взимат своите решения, е равен за всички, то те не могат и да препоръчат къде и кога да се инвестира. Изводът е, че в най-лошия случай инвестиционните посредници биха се отдръпнали от инвестирането на предоставения им чужд капитал на борсата, което би довело до участието само на големи инвеститори, обсебващи и доминиращи капиталовите пазари. По този начин би се централизирила и блокирала икономиката на държавата. Тя става неатрактивна за външни инвестиции и не се наблюдава растеж, тъй като малките и средните инвеститори са изключени.

В заключение може да се констатира, че въвеждането на Регламента е резултат от желанието да се предостави равнопоставен достъп до информацията, свързана с капиталовите

бите пазари, на лица и институции, определящи според позицията и знанията си цените на търгуваните на борсата ценни книжа. Така се предотвратява манипулирането на пазарните цени и свиването на пазара. Целевата група, на която се дава защита чрез Регламента, са инвеститорите и инвестиционните посредници на ценни книжа на малки и средни инвеститори. След като тези лица останат защитени и се гарантира еднакъв достъп до всяка решаваща информация, ще се постигне интегритет на капиталовите пазари и ще се запази доверието и имуществото на емитентите.

Цитирани източници

Birkner, S. Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation im Kontext nationalen und europäischen Rechts. *Tietje, Christian/Kraft, Gerhard/Kumpan, Christoph (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht*, Heft 155, Halle (Saale) 2018.

Caspari, K. Die geplante Insiderregelung in der Praxis. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 23, 3 (1994), pp. 530 – 546.

Fisch, J. *Research Handbook on Insider Trading*. Stephen M. Bainbridge (ed.). Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing, 2013, pp. 112 – 125.

Graf, J-P., Jäger, M., Wittig, P. *Kommentar Wirtschaftsstraft- und Steuerrecht*, München, C.H.Beck, 2. Auflage. 2017.

Hartmann, J. Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels: Eine rechtsvergleichende Darstellung USA – Deutschland. *Saarbrücker Studien zum Privat- und Wirtschaftsrecht*. Band 11, Peter Lang, 1999.

Heusel, M. Anmerkung zu EuGH, Urt. v. 23.12.2009, C-45/08 – Spector Photo Group NV. *Zeitschrift für Bank-und Kapitalmarktrecht*, (2010), pp. 77 – 78.

Kalss, S., Frotz, S. Schörghofer. P. *Handbuch für den Vorstand*. Wien: facultas, 1, 2017.

Ketzer, M. Pauer. N. Die wesentlichen Neuerungen der geplanten VO und Richtlinie der Kommission zu Insiderhandel und Mark-

tmanipulation: mit Anmerkungen aus rechtsstaatlicher Perspektive, *Österreichische Bankwissenschaftliche Gesellschaft*. 3, (2014), p. 162.

Klöhn, L. Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* (2010), pp. 1869 – 1882.

Rau, M. *Director Dealing am deutschen Aktienmarkt*. Wiesbaden, Deutscher Universitätsverlag, 1. Aufl. 2004, p. 71.

Sinneave, A. *Die Rückforderung gemeinschaftsrechtswidriger nationaler Beihilfen*. Leipzig, Dunker & Humbolt, 2021.

Wehner, S. Zur strafrechtlichen Verantwortung von Ratingagenturen im Rahmen der europäischen Schuldenkrise. Berlin, Logos, 2015, p. 62.

Opitz, P. Der EuGH und die Inschuldsvermutung bei Insiderdelikten – Europa auf dem Weg in die Verdachtsstrafe. *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2010, pp. 71 – 73.

Йорганова, М., Марков Д., Илчева. М. *Правото на защита и принципа на равнопоставеност на страните в българският наказателен кодекс*. Център за изследване на демокрацията. София, 2012. (Yordanova, M., Markov, D., Ilcheva. M. *Pravoto na zashtita i printsipa na ravnopostavenost na stranite v balgarskiyat nakazatelen kodeks*. Tsentar za izsledvane na demokratsiyata. Sofia, 2012).