

Цветкова, Бебов и съдружници

Адвокатско дружество

Бюлетин – април 2010 г.

НОВОСТИ В ПРАВОТО НА ФИНАНСОВИТЕ УСЛУГИ

Търговия с вътрешна информация според разбирането на Съда на Европейския съюз в решението по делото „Спектър Фото”

Казусът и делото накратко. Правна сила на решението на Съда

На 23 декември 2009 г. Съдът на Европейския съюз („Съдът”) се произнесе с преюдициално заключение по дело C-45/08 – „Спектър Фото Груп НВ и Крис Ван Ремдонк срещу Белгийската Комисия за банки, застрахователен и финансов надзор (СВФА)” (делото „Спектър Фото”). Основно значение в диспозитива на това решение има авторитетното тълкуване на чл. 2 от Директива 2003/6/ЕО относно търговията с вътрешна информация и манипулирането на пазара („Директивата срещу пазарните злоупотреби” или „Директивата”). Това е първото тълкуване, с което Съдът се произнася във връзка с Директивата, като преди всичко осветлява какво стои зад понятието „търговия с вътрешна информация”. Българската правна норма, съответстваща на чл. 2 от Директивата е чл. 8 от Закона срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти („ЗПЗФИ”).

„Спектър Фото” е белгийско публично дружество, приело програма за стимулиране на персонала чрез опции върху акциите си. В изпълнение на програмата дружеството е трябвало да закупи през 2003 г. на борсата – „Юронекст Брюксел” – определен брой свои акции, което намерение Спектър Фото надлежно оповестява публично на 21 май 2003 г.. От 28 май до 30 август 2003 г. Спектър Фото успява да закупи общо 27 773 акции, като на 11 и 13 август 2003 г., конкретно по нареждания на един от мениджърите си – г-н Ван Ремдонк, – се придобиват 19 773 акции на средна цена от 9,97 EUR (при цената за упражняване на опцията 10,45 EUR). Скоро след това Спектър Фото оповестява определена информация относно текущите си резултати и търговската си политика, включително намерение да придобие контрола върху конкурент чрез дружества от своята група. Тогава курсът на акциите на дружеството се покачва, като на 31 декември 2003 г. той е 12,50 EUR. С решение от 28 ноември 2006 г. белгийската Комисия квалифицира осъществяването въз основа на нарежданията от 11-и и 13-и август 2003 г. закупувания на акции като забранена търговия с вътрешна информация и налага глоби от 80 000 EUR на Спектър Фото и от 20 000 EUR на г-н Ван Ремдонк, които подават жалба срещу наложената санкция пред Апелативния съд в Брюксел, а той на свой ред спира производството по обжалването и сезира Съда с преюдициалното запитване с искане за тълкуване на текстове от Директивата. Съдът приема да разгледа спора¹. Твърдението на белгийската Комисия за търговия с вътрешна информация предполага допускането, че покупките на собствени акции на 11-и и 13-и август 2003 г. не са били извършени от Спектър Фото

¹ Независимо от някои правни и процедурни особености на конкретния казус (по-скоро важни за практиките в Белгия) Съдът е приел за процесуално допустимо да издаде тълкуване на определени текстове от Директивата.

За допълнителна информация се обръщайте към нашия екип по капиталови пазари:

Николай Бебов, съдружник
тел. +35929355134
nikolay.bebov@bg.landwellglobal.com

Мария Урманова
тел. +35929355122
maria.urmanova@bg.landwellglobal.com

Камена Вълчева
тел. +35929355127
kamena.valcheva@bg.landwellglobal.com

Христина Габровска
тел. +35929355100
hristina.gabrovska@bg.landwellglobal.com

независимо от знанието за по-късно оповестената информация относно резултатите и търговската политика на Спектър Фото (вкл. планираното придобиване) и че тези покупки биха се осъществили на различни, по-високи цени, ако вътрешната информация вече е била разкрита.

Съдът се произнася с преюдициални заключения² по искане на национални съдилища на държавите членки. Преюдициалните заключения са основно средство за постигане на еднакво прилагане на правото на Европейския съюз в отделните държави, тъй като националната юрисдикция, отправила запитването до Съда, е длъжна да се съобрази с даденото тълкуване, но то е задължително и за съдилищата на другите държави-членки, пред които се повдигат идентични въпроси. Не случайно значителен брой от водещите принципи на правото на ЕС са изведени от преюдициалните заключения на Съда.

Предвид горното, решението по делото „Спектър Фото“ („Решението” или „Решението на Съда”) се превръща в източник на правото и в България. То съдържа авторитетно тълкуване на чл. 8 от ЗМИП³.

Тълкуване на чл. 2 от Директивата срещу пазарните злоупотреби

Чл. 2, ал. 1 от Директивата съдържа забраната за търговия с вътрешна информация: „Държавите-членки забраняват на всяко от лицата, посочени във втора алинея⁴ [– т.нар. „първични инсайдери”⁵, –] които разполагат с

2 Познати отдавна в практиката на Съда, действащото правно основание за такива запитвания понастоящем е чл. 19, ал. 3, б. б) от Договора за Европейския съюз и чл. 267 от Договора за функционирането на Европейския съюз (консолидирани версии в резултат на измененията чрез т.нар. „Лисабонски договор”, в сила на 1 декември 2009 г.).

3 Както и на няколко други текста, произхождащи от Директивата, които остават извън полезрението на настоящия бюлетин.

4 Където се изброяват т.нар. „първични инсайдери” – членове на управителен или контролен орган на емитента на финансовите инструменти, до които се отнася вътрешната информация, лица с достъп до вътрешна информация поради участието си в капитала или гласовете в общото събрание на емитента (напр. мажоритарен акционер), и лица с достъп до вътрешна информация поради своята служба, професия или задължения (напр. одитори, адвокати, консултанти по корпоративни финанси). В понятието се включва и друга категория – придобилите достъп чрез престъпление.

5 Тук и надолу текстове в квадратни скоби са наше перифразиране на някои текстове на съответните документи, публикувани в официалните Интернет страници на ЕС, на български език (напр. правния портал на ЕС и сайта на Съда). Подчертаванията са също наши.

вътрешна информация, да използват тази информация, когато придобиват или продават или когато се опитват да придобият или да продадат за тяхна собствена сметка или за чужда сметка, или пряко или косвено, финансовите инструменти, за които се отнася тази информация”.

Чл. 8, ал. 1 от ЗПЗФИ гласи: „Забранява се на всяко лице, което притежава вътрешна информация в резултат на своето членство в управителния или контролния орган на емитента, на участието си в капитала или гласовете в общото събрание на емитента, на достъпа, който има до информацията поради своята служба, професия или задължения, или придобиването ѝ чрез престъпление или по друг неправилен начин, да използва тази информация, като придобие или прехвърли, или опита да придобие или да прехвърли за своя или за чужда сметка, пряко или непряко, финансови инструменти, за които се отнася тази информация”.

Съдът се фокусира върху тълкуване на фактическия състав на забраната и по-специално върху това какво следва да се разбира под „използване” на вътрешната информация. Т. 1 от Диспозитива на Решението на Съда гласи: „Член 2, параграф 1 от Директивата [срещу пазарните злоупотреби] трябва да се тълкува в смисъл, че обстоятелството, че [първичният инсайдер] придобива или продава, или се опитва да придобие или да продаде за своя собствена сметка или за чужда сметка, или пряко или косвено, финансовите инструменти, за които се отнася тази информация, [предполага], че [първичният инсайдер] е "използвал тази информация" по смисъла на посочената разпоредба, [без обаче такова тълкуване да води до нарушаване на] правото на защита, и по-конкретно правото да може да се обори тази презумпция. Въпросът дали посоченото лице е нарушило забраната на търговията с вътрешна информация, трябва да се анализира с оглед на целта на [Директивата], която е да се защити интегритетът на финансовите пазари и да се укрепи доверието на инвеститорите, което почива по-специално на уверението, че последните ще бъдат равнопоставени и защитени от неправилен използване на вътрешна информация”.

Анализът на Решението на Съда в тази част извежда на преден план няколко важни момента:

- Фактическият състав на търговията с вътрешна информация се състои от обективно установими факти – това е „разполагането”, достъпът до вътрешна

информация от първичен инсайдер⁶, и участието в сделка (придобиване, продажба) с финансов инструмент, до който се отнася информацията;

- В същият дух, Съдът набляга на това, че Директивата не изисква сделката да се извършва „съзнателно“: чл. 2, ал. 1 от Директивата не предвижда изрично като част от фактическия състав на търговията с вътрешна информация вътрешните нагласи на първичните инсайдери, като намерението, подтикнало към фактическите действия по осъществяване на търговия (наличие на спекулативно намерение, на измамлива цел, действие при умисъл или по небрежност), не посочва изрично, че е необходимо да се установи, че вътрешната информация е била определяща за решението да се осъществи разглежданата сделка по придобиване или продажба, както и не предвижда изрично, че първичният инсайдер трябва да е съзнавал че информацията, която притежава има характеристиката „вътрешна“⁷.
- Всъщност, Съдът свързва притежаването на вътрешна информация и търгуването с финансови инструменти, до които тя се отнася, със своеобразна презумпция, че информацията – по необходимост и съвсем естествено – се взема предвид и така „използва“ от инсайдера при вземането на решение да търгува.
- Но тази презумпция не е необорима – ако би била, това би довело до нарушение на фундаменталното право на защита на лицето, за което се твърди, че е правонарушител. Напротив, обстоятелството, че член 2, ал. 1 от Директивата не предвижда изрично субективен елемент, не означава, че разпоредбата трябва да се тълкува в смисъл, че всеки първичен инсайдер, притежаващ вътрешна информация и осъществяващ сделки на пазара, попада автоматично под забраната на търговията с вътрешна информация. Едно толкова разширително тълкуване на Директивата би създадо опасност от разширяване на приложното поле на забрана за търговия с вътрешна информация отвъд подходящото и необходимото за постигане на преследваните от Директивата цели (защита на интегритета на финансовите

пазари и укрепване на доверието на инвеститорите), напр. до забрана на определени сделки на пазара, които не засягат непременно защитаваните от Директивата интереси. Следователно, продължава Съдът „е необходимо да се разграничи „използването на вътрешна информация“, което може да засегне тези интереси, от такова използване, което не може [3]абраната за търговията с вътрешна информация се прилага, когато първичният инсайдер използва неправомерно предимството, което му предоставя тази информация, като осъществява [сделка] на пазара в съответствие с тази информация“⁸.

- Стъпвайки върху преамбюла на Директивата, Съдът изброява няколко такива случаи на незабранено използване на вътрешна информация, тъй като не са от естество да засегнат защитаваните интереси: не следва да се смята, че представлява търговия с вътрешна информация дейността на маркетингите, на институциите, действащи като насрещни страни в търговията, и др., при които обикновено се предполага законосъобразно осъществяване на сделки на пазара, в съответствие с пазарни и законови правилата и практики. Също така достъпът до вътрешна информация относно друго дружество и използването на тази информация в рамките на търгово предлагане от търговия предложител или на предложение за сливане или вливане, „не би следвало да се считат сами по себе си за търговия с вътрешна информация“ – напр. едно последващото отправяне на търгово предложение по цени, по-високи от пазарните, след като дружеството – обект на предложението – е разкрило на предложителя публично неоповестена вътрешна информация, не може по принцип да се счита за забранена търговия с вътрешна информация.

Може накратко да се обобщи, че тълкуването на Съда стъпва върху презумпцията, че всеки първичен инсайдер, разполагащ с вътрешна информация, я използва в момента, в който сключи (или се опитва да сключи) сделка с финансовите инструменти, до които се отнася информацията – и така консумира състава на забранена търговия с вътрешна информация. Това е така, освен ако при подходящо телеологическо тълкуване, т.е. тълкуване с оглед целта на

6 А в случаите по чл. 10 от ЗПЗФИ – и от „вторичните инсайдери“.

7 Т.т. 31 и 32 от Решението.

8 Пак там, т.т. 45, 46 и 53.

Директивата (ЗПЗФИ), на понятието „търговия с вътрешна информация“, съотнесено към конкретните факти, може презумпцията да бъде оборена чрез заключението, че конкретното действие (напр. сключване на сделка) не стои в противоречие с постигането на целите на Директивата – защита на интегритета на финансовите пазари и укрепване на доверието на инвеститорите.

Практически последици от Решението

Решението на Съда оставя много възможни въпроси без отговор, тъй като задава принципни, общи критерии за преценка на наличието на „търговия с вътрешна информация“, а не детайлни и лесно приложими на практика разделителни линии между позволено и забранено сключване на сделки от инсайдери. Множество коментари относно практическите последици от Решението на Съда наблягат на наблюдението, че Решението като че ли развързва ръцете на надзорните органи на държавите членки на ЕС по-лесно да разследват, доказват и санкционират действия, за които се твърди, че представляват търговия вътрешна информация. Подобни коментари не са безпочвени. От една страна, чрез тълкуването на Съда надзорните органи се освобождават от необходимостта да обосновават какъвто и да субективен елемент (намерение, знание, вземане предвид, преценка на значението на информацията в контекста на решение да се сключи сделка), характеризиращ действията на първичните инсайдери при осъществяване на търговия. Възможна, но много по-малка, трудност пред надзорните органи остава доказването, че към конкретен момент инсайдерът вече е „притежавал“ (т.е. имал е достъп) до вътрешната информация⁹, както и – разбира се – че информацията се квалифицира за целите на закона като „вътрешна“. От друга страна, презумпцията, извлечена от Решението, насочва доказателствената тежест към лицето, за което се твърди, че използва незаконосъобразно вътрешната информация и което ще се опитва да оборва презумпцията, като доказва и обосновава, че конкретното „използването на вътрешна информация“ не може да засегне интересите, защитавани от Директивата (интегритет на пазара и закрила на инвеститорите). При липсата на особено ясни критерии в Решението на Съда, обаче, кога тези интереси не са засегнати (извън примерите,

повторени от преамбюла на Директивата), оборването на презумпцията изглежда сложна доказателствена и тълкувателна задача.

Кои категории участници на капиталовите пазари в България би следвало да съобразят последиците от Решението? На практика всички – от емитенти до институционални инвеститори и инвестиционни посредници, тъй като всички те или представители на техния мениджмънт или служители могат да се окажат първични инсайдери.

Ако може на този етап да се даде практическа препоръка, към тези участници, тя би била следната: да въведат и прилагат стриктно (включително да могат да доказват това стриктно прилагане) на надеждни вътрешно-организационни процедури и механизми за управление (вкл. публично оповестяване) на вътрешната информация, която произхожда от тях (емитентите) или до която имат достъп предвид дейността си (напр. инвестиционни посредници). Такива процедури могат да идентифицират вътрешната информация още с възникването ѝ, да регулират достъпа до нея до публичното ѝ оповестяване, да очертават ясно правата и задълженията на инсайдерите. Например ясната регламентация на достъпа до все още неоповестена вътрешна информация¹⁰, само на лица, които следва да знаят тази информация, преди разкриването ѝ (т.нар. need-to-know принцип), ще позволи други лица в рамките на същата организация, разделени от инсайдерите чрез информационни стени, да продължат да извършват обичайната си дейност, напр. изпълняване на нареждания относно финансовите инструменти, без да им се вменява на тях или организацията като цяло „достъп“ и/или такова „използване“ на вътрешната информация, което води до нарушаване на интересите, защитавани от Директивата¹¹.

Практиката за въвеждане и строго изпълнение на вътрешни правила за управление на вътрешната информация не е чужда в по-развитите капиталови пазари и преди Спектър Фото (напр. тя е препоръчвана в

¹⁰ В хипотезите на чл. 13 от ЗПЗФИ има възможност за правомерно отлагане на разкриването на вътрешна информация или неразкриването може да е резултат на пропуск.

¹¹ Привнесено към случая на Спектър Фото, надлежни вътрешни процедури биха могли евентуално да отграничат (за целите на управляването на вътрешната информация) действията на отдел човешки ресурси от тези на отговорните за неразкритата нова финансова информация служители (напр. служителите, подготвящи придобиване на пазарни конкуренти на Спектър Фото).

⁹ Като не е необходимо първичният инсайдер да е съзнавал, че тя е вътрешна по смисъла на ЗПЗФИ.

Германия (BaFin), Обединеното кралство (FSA), Дания и на други места с развити пазари). Възприемането ѝ в България, въпреки допълнителната неизбежна административна тежест, би било удачно не само като възможен подход при предпазване от правни рискове в светлината на Решението по делото на Спектър Фото, но и като израз на повишена зрелост на пазара.

Директива срещу пазарните злоупотреби – какво предстои

Директивата срещу пазарните злоупотреби е в ползването на Европейската комисия с оглед подобряване на регламентацията в нейния обхват. Процесът по преглед от резултатите на действието на Директивата започна през 2009 г. с отворено допитване към участниците на пазара относно установени проблеми при съобразяването ѝ. По допитването се получиха много отговори. Към днешна дата, Европейската комисия е заявила, че планира около средата на 2010 г. да предложи за обсъждане проект на изменения и допълнения на Директивата, с цел до края на 2010 г. същите да бъдат приети от институциите на Съюза и публикувани в „Официалния вестник“. Възможно и вероятно е тези промени да включват и допълнително прецизиране на понятието „търговия с вътрешна информация“.

Също така, едно друго, произхождащо от Холандия, дело по преюдициално запитване – този път относно уточняване на случаите на пазарни манипулации – е висящо пред Съда (IMC Securities BV. срещу Холандският надзорен орган – AFM). Решението по него, което се очаква в рамките на настоящата година, вероятно ще даде допълнително авторитетно тълкуване на текстове от Директивата срещу пазарните злоупотреби от потенциален интерес основно на инвестиционните посредници.

Бележки:

Настоящият бюлетин не обсъжда всички аспекти на Решението на Съда. Оставаме на разположение за допълнителна информация относно Решението.

Настоящият бюлетин не представлява съвет относно каквато и да е конкретна фактическа ситуация или реален проблем, изискващ правно съдействие от квалифицирани специалисти в съответната област на правна практика.