

УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО

ЮРИДИЧЕСКИ ФАКУЛТЕТ

КАТЕДРА „Публично правни науки“

Анна Тюнис - Бамбалска

**ПРАВНА ЗАЩИТА СРЕЩУ ЗЛОУПОТРЕБАТА С ВЪТРЕШНА ИНФОРМАЦИЯ
ПРИ КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ СЪГЛАСНО БЪЛГАРСКОТО И
ГЕРМАНСКОТО ЗАКОНОДАТЕЛСТВО**

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“.

Научен ръководител:

проф. Валери Димитров

София, 2024 г.

Дисертационният труд е обсъден на 10.04.2024 г. на заседание на катедрен съвет на катедра „Публично правни науки“ при Юридически факултет на УНСС – София под ръководството на доц. Д-р Нина Чилова, и е насочен към публична защита пред научно жури в състав:

Вътрешни членове:

доц. д-р Нина Стефанова Чилова, проф. д-р Димитър Радев Радев, доц. д-р Светла Маринова Кънева, доц. д-р Христо Йорданов Паунов, гл. ас. д-р Илонка Кирилова Пешева – Горанова, гл. ас. д-р Нели Георгиева Радева, гл. ас. д-р Виктор Илиев Иванов, гл. ас. д-р Стефан Олегов Радев, гл. ас. д-р Стойчо Лалков Дулевски, ас. д-р Горан Николаев Горанов, ас. д-р Сюлейман Халимов Башов, проф. д-р Валерий Димитров, доц. д-р Надежда Христова

Външни членове:

Авторът на дисертационния труд е докторант в катедра „Публично правни науки“ при Юридически факултет на УНСС – София.

Защитата на дисертационният труд ще се състои на 17.06.2024 г. от 10 ч. в зала „Научни съвети“ на Университета за национално и световно стопанство – гр. София на открито заседание на научно жури.

Материалите по защитата са на разположение на заинтересованите лица в сектор „Научни съвети и конкурси“ и на интернет страницата на Университета за национално и световно стопанство <http://www.unwe.bg>.

БЛАГОДАРНОСТИ

За реализирането на дисертационния труд искам да изразя своите искрени благодарности и дълбок респект към научния си ръководител проф. Валери Димитров за проявената последователност и отговорност, за критическия усет и съобразителност при осъществяването на научно-изследователската ми работа, за приятелското и едновременно с това високо професионално отношение.

Не на последно място – признателност и уважение пред всички преподаватели в катедра „Публично правни науки“, които повярваха в моите способности и ми гласуваха доверие като докторант на УНСС, критично оцениха дисертационния труд и ми дадоха своите забележки и препоръки при обсъждането на дисертацията.

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Актуалност и значимост на изследването

Финансовата криза, започнала през есента на 2007 година, нанася повсеместен удар на световната икономика. Множество държави като Съединените американски щати и някои държави от Евронзоната като Испания и Гърция са почти пред финансов срив. Тяхното участие на финансовите пазари се запазва само благодарение на получаването на стабилизиращи финансови пакети и глобално реструктуриране на икономиката им.

Този вид финансова депресия налага едно цялостно преосмисляне на задълженията на всички участници в световната икономика, като главният фокус е поставен върху банковия сектор. Една от водещите експертизи, даващи информация за причините, довели до настъпването на финансовата криза, стига до извода, че част от основните предпоставки за настъпването на такъв финансов срив се крие в липсващото задължение на банките и тясно свързаните с тях институции за обмяна и своевременно предоставяне на общозначима информация. Също така се констатира, че до голяма степен злоупотребата с информация, която не е общодостъпна, е подтикнала множество корпорации и потребители към инвестиции, които от самото начало са били обречени на загуба.

Актуалността на настоящия труд се определя от обстоятелството, че в отговор на по-горе изложените проблеми законодателите на множество държави въвеждат нова законова уредба и реформират досегашните си закони. Тяхна основна цел е създаването на прозрачност в обмяната на важна информация, прецизиране на задълженията на банките при участието им на финансовите пазари, както и улесняването в обмяната на общозначима информация.

Изборът за изследване на германското законодателство се определя от факта, че във Федерална република Германия борбата с този вид злоупотреба е известна от десетилетия и е силно наложена във всички отрасли на правото. Един от водещите аргументи за съпоставка с германското законодателство е фактът, че в българското законодателство като цяло доминират множество решения, заложили и от германския законодател. Ясен пример за това са Търговският закон на Федерална република Германия (Handelsgesetzbuch) и облигационното право.

2. Обект, предмет, цел, задачи и методология на изследването

Обект на настоящия дисертационен труд е правната защита срещу злоупотреби с вътрешна информация при капиталовите пазари.

Предмет на дисертационния труд е българското и германското законодателство, свързано с предотвратяването на злоупотреби с вътрешна информация при капиталовите пазари.

Цел на дисертационния труд е да се установи каква е нормативната уредба в Република България и дали законът предоставя достатъчна закрила. В тази връзка авторът изследва мотивите и наложените промени в законите до този момент, като особено значение се обръща на Закона за пазара на финансови инструменти (ЗПФИ), Закона за финансов надзор (ЗКФН), Закона за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК), Закона за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДЦИС), Закона срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти (ЗПЗФИ), както и подзаконовите актове, свързани с този вид закрила. Не на последно място, цел на проучването са начините, по които българското законодателство възприема идеите на европейския законодател.

За постигане на поставената цел в рамките на дисертационния труд са изпълнени следните **задачи**:

1. Да се разгледа историческото развитие на законодателството на Република България и Федерална република Германия.
2. Да се даде обща представа за навлизането на определени правни уредби, свързани с предотвратяването на злоупотреби с вътрешна информация при капиталовите пазари, както и да се изложат мотивите за тяхното приемане от законодателя.
3. Да се изследва актуалната правна уредба на Европейския съюз, Република България и Федерална република Германия.
4. Да се открият приликите и разликите между двете законодателства.
5. Да се формулират предложения *de lege ferenda*, насочени към усъвършенстване на българското законодателство.

За изпълнение на поставените задачи са използвания няколко основни **методи на изследване** – анализ и синтез, индукция, дедукция, сравнителен анализ, логически подход, системен подход и сравнителноправен анализ. Използването на сравнителноправен анализ между законодателствата на Република България и

Федерална република Германия позволява достигане до изводи относно степента на развитие на българската правна уредба и открояване на предимствата и недостатъците ѝ. Този вид съпоставка дава възможност на автора да формулира предложения *de lege ferenda*, насочени към усъвършенстването на българското законодателство.

Научното изследване е извършено на база **основните правни източници** в областта на правната защита срещу злоупотреби с вътрешна информация при капиталовите пазари, към които спадат актове на Европейския съюз, нормативни актове на националното ни законодателство и нормативни актове на законодателството на Федерална република Германия.

3. Практическо значение на дисертационния труд

Настоящият дисертационен труд има практическа стойност за правоприлагането, която се изразява в детайлното изследване и установяването на нормативната уредба в Република България, свързана с предотвратяването на злоупотреби с вътрешна информация при капиталовите пазари и предоставянето на достатъчна закрила според закона. Формулираните в дисертационния труд изводи имат практическо приложение и за *правотворчеството*, което се изразява в открояването на прилики и разлики между двете законодателства и формулиране на конкретни предложения *de lege ferenda*, насочени към усъвършенстване на българското законодателство.

В дисертационния труд е направен преглед на въвеждането на нормативната база за защита и регулиране на търговията на капиталовите пазари в България и Германия преди и след въвеждането на Регламент (ЕС) № 596/2014 и в частност на чл. 14 MAR, и, не на последно място, приложението му в отделните страни.

4. Обем и структура на дисертационния труд

Дисертационният труд е написан на български език и е с обем от 249 стандартни страници, включващи съдържание от 4 стр., списък с използвани съкращения от 2 стр., 3 приложения с общ обем от 5 стр. и библиография от 18 стр. Трудът съдържа 412 бележки под линия. Библиографията включва 289 заглавия, от които 79 на български език и 210 чуждестранни. Направени са позовавания на важни методически указания на национални и европейски органи, касаещи нормативната уредба, свързана с предотвратяването на злоупотреби с вътрешна информация при капиталовите пазари.

В структурно отношение дисертационният труд се състои от увод, три глави, заключение, списък с използвани съкращения, приложения и библиография. Всяка от главите съдържа отделни параграфи, всеки от които, от своя страна, е подразделен на отделни заглавия с точки и подточки.

II. СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Увод

В увода на дисертационния труд се разглежда актуалността и значимостта на въпроса относно предотвратяването на злоупотреби с вътрешна информация при капиталовите пазари. Обоснован е избора на сравнителен анализ между законодателствата на Република България и Федерална република Германия. Определени са параметрите на изследването, в т.ч. цел, задачи и методология.

2. Глава I. Исторически преглед на създаването и развитието на законодателството, регламентиращо борбата срещу злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари

§ 1. Историческо развитие на законодателството срещу злоупотребата с вътрешна информация в Република България

В параграфа се разглежда историческото развитие на законодателството срещу злоупотребата с вътрешна информация до 1990 г., като се анализира полагането на първите законови основи. **Установено е, че един от първите закони, свързани с регулирането на правата и задълженията на участниците на капиталовите пазари, е свързан със създаването на първата българска борса.** Разгледани са **първите стъпки и общи положения в периода от 1907 до 1912 г.** Българските капиталови пазари се зараждат през първите години на ХХ век. Началото е поставено с приемането на първия закон, който има за цел да създаде облик и структура на нововъведения икономически инструмент. **Първият закон за фондовата борса е приет през 1907 г.** и регулира структурата и дейността на Фондовата и стокова борса в страната, а заедно с това и държавния контрол и намеса в дейността на борсите. През 1912 г. настъпва

законова промяна. С новия закон, в чл. 11 и 12, е постановен **непосредствен държавен контрол върху борсите в България**, който да бъде упражняван от държавни чиновници. Те вече могат да спрат изпълнението на решенията на управителния съвет на борсата до произнасянето на министъра на финансите, т.е. дават се нови, по-широки правомощия: да спират, а в случай на потвърждение от страна на министъра на финансите да отменят решенията на борсовото ръководство.

Интересна част от създаването и развитието на борсовите законови регламенти е създаването на така наречения **Помирителен борсов съд** с промените в закона през 1912 г. Помирителният борсов съд се свиква *ad hoc* и **няма постоянен състав освен председателя на съда**, който се избира измежду един от заместниците на управителния орган на борсата. При възникване на спорове, всяка една от заинтересованите страни избира по един свой представител от специално изготвен за целта списък. В случай че една от страните не упражни правото си за избор на свой представител, то изборът се извършва чрез жребий. Законодателят предвижда възможността за решаването на спорове и чрез вземане на решения от едночленен състав на съда, ако и двете заинтересовани страни изявят съгласието си за това.

Глава осма – „Наказателни разпоредби“, на Закона за борсите от 1912 г. е най-относима към настоящото научно изследване на законодателството, регулиращо злоупотребите с конфиденциална информация на капиталовите пазари. **Тя изброява наказанията при нарушаване на борсовото законодателство. Предвидените наказания са лишаване от свобода и глоба в размер до 15 000 лв. за лица**, които за собствена или чужда полза чрез измама оказват влияние на борсовите котировки на ценни книжа или стоки. Такива са наказанията и за непозволени действия с цел манипулация при търговия с полици, банкноти и чуждестранни монети. **По същия начин се наказват и лица, представили невярна информация в проспект** с цел да бъде допусната за борсова търговия определена ценна книга. Същото се отнася и за лица, които разпространяват такава информация с цел манипулация на борсовите котировки.

Разгледани са постановките, свързани с основаването на **Софийската фондова борса**. Две години по-късно след приемането на новия Закон за борсите от 1912 г. започва да се развива инициативата за създаване на фондова борса в България и на 15.04.1914 г., с Указ № 7 Цар Фердинанд I разрешава учредяването на първата фондова борса в България – Софийската фондова борса. Съгласно чл. 116 от закона от 1912 г. се създава комисия по „основаването или учредяването на една борса“. Тази комисия има за задача да приеме членовете на борсовата корпорация и се

саморазпуска след избирането на управителния съвет от общото събрание на борсата. **За съжаление, основаването на Софийската фондова борса съвпада с избухването на Първата световна война на 28.07.1914 г.**, в която на страната на Централните сили е въвличена и България. Този факт до голяма степен блокира дейността на борсата. **Поради тази причина през 1914 г. се провеждат 18 заседания на управителния съвет и се събира информация за акционерните дружества в страната с цел да бъде улеснена работата по приемане за търговия и котировки на борсата. След обявената мобилизация на национално ниво на 10.09.1914 г. дори и тази дейност е прекратена. В периода от 1915 г. до 1917 г. борсовата дейност е строго ограничена и затруднена.** Поради военната обстановка управителният съвет на борсата е съсредоточен в това да се създадат документи и правила, които да спомогнат нейното съществуване и по-нататъшна функционалност. Взето е решение истинската работа на борсата и нейното отваряне да стане след приключване на войната. Горезложените обстоятелства правят разбираем факта, че в периода от 1915 г. до 1917 г. не е имало спекулации и злоупотреби на борсата. Фокусът на бизнеса и индустрията е бил в това да не загуби поради войната и клатещата се политика изцяло своите капитали. **През 1916 г. и през 1917 г. българската борса не показва особено развитие и силна дейност.** Тя остава под наем в помещенията на търговско-индустриална камара. Управителният съвет на Софийската фондова борса неуморно полага усилия за активиране и усилване на нейната дейност.

В параграфа е разгледано развитието на Софийската фондова борса от 1918 г до 1947 г., както промените в борсовото право и законодателство до 1947 г. Според указа за учредяването си Софийската фондова борса е търговска платформа, където се срещат членове на борсовата корпорация и борсовите посредници, като им се дава възможност за покупка и продажба на публични и частни ценни книжа. **Тя започва своята реална дейност през януари 1918 г., като първоначално на нея се търгуват акции само на 21 дружества. През 1922 г. се приема Правилникът на борсата, който регламентира нейното управление и устройство, изискванията за членство, както и реда и начина на провеждане на борсовите сесии. През 1933 г. неблагоприятното икономическо развитие продължава. Все пак страната успява да постигне положителен търговски баланс, който може да бъде наблюдаван до започването на Втората световна война през 1939 г. През тази година борсовото развитие в България е донякъде положително. Всичко това се дължи на продължаващия ръст на експорта. В периода от 1940 – 1944 г., поради спецификата на военно-политическата обстановка, търговията и всички**

борсови операции на участващите 21 държави се определят от Германия. Вследствие на това външната търговия е строго ориентирана към Германия. **Важно е да се подчертае, че дори във военно положение, през 1940 г. в България за първи път се констатира търговия с вътрешна информация.** В началото на 1940 г. изтича предварителна информация за сегмента на инструменти с фиксирана доходност. Става известно готвеното повишение на лихвата по държавните заеми, направено с решение на министерския съвет от 04.03.1940 г., което води до силно увеличение на цените на облигациите¹.

Информацията за борсовото развитие и дейност на Софийската борса в периода от 1942 – 1947 е доста оскъдна. Единствената информация за този период е намерена от автора на дисертационния труд чрез изучаване на протоколите на „Курсовата комисия“ и „Официалния борсов лист“ и отчет на БНБ от 1947 г. По-голямата част от информацията по темата, съхранявана в Градската библиотека и в Народната библиотека, е унищожена при бомбардировките над София. **Окончателно Софийската фондова борса се закрива в края на 1947 г. със Закона за банките, гласуван от Великото народно събрание, чийто чл. 7 отменя Закона за борсите и Правилника на Софийската фондова борса. На основание на чл. 45 от Закона за банките от 1947 г. и след закриване на Софийската фондова борса е приет „Правилник на службата Фондова борса“ при Българската народна банка – София. Службата „Фондова борса“ започва работа на 17.02.1948 г и за десетте месеца от дейността си през текущата година регистрира сделки с ценни книги за 160 милиона лева. Междувременно с Писмо номер 2800/14.05.1948 г. на Министерството на финансите до БНБ се съобщава, че държавата става правоприменник на всички активи и пасиви на Софийската фондова борса и основният материален актив – сградата на фондовата борса, преминава към Министерството на търговията. С отнемането на сградата на фондовата борса фактически приключва нейната история. Вследствие на политическите и икономическите промени в страната България възражда своята борсова дейност едва в началото на 90-те години.**

Втората част на първи параграф разглежда **историческо развитие след 1990 г.** Разпадането на комунистическия блок в края на 80-те години на ХХ в води до началото на радикални стопански реформи в България. Тяхната цел е преминаването на икономическата система от централизирана планова икономика към пазарна. VII-то

¹ Иванчев (2014), с. 165.

Велико народно събрание приема през 1991 г. *Търговския закон* и по този начин се създават условия за възстановяването на капиталовия пазар. През същата година в София е учредена като акционерно дружество Първа българска фондова борса (ПБФБ).

Българската фондова борса - София АД е публично дружество и към момента е единствената за България функционираща фондова борса. Нейната дейност е лицензирана и строго наблюдавана от Комисията за финансов надзор. Целта на дружеството е да се създаде възможност или платформа, на която по строго регулиран начин да се извършва търговията с финансови инструменти.

Впоследствие се създават около 20 регионални фондови борси, но капиталовият пазар все още е нерегулиран и функционира без ясни правила. Това се променя с приемането на Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества през 1995 г. С този нормативен акт се регламентират за първи път подробно отношенията на капиталовия пазар. Създава се и специален надзорен орган на пазара на ценни книжа – Комисията за ценните книжа и фондовите борси (КЦКФБ), който осъществява регулиране и контрол върху небанковия финансов сектор. Учредяват се и Българска фондова борса, по-късно преименувана на „Българска фондова борса - София“ АД, и Централен депозитар АД. През 1997 г. БФБ получава лиценз от КЦКФБ, който позволява извършването на дейност като фондова борса и това възобновява търговията с ценни книжа. Положителното за периода е търговията на свободния пазар на акциите на над 1000 дружества, като в това число се включват акции от първата вълна на масовата приватизация.

През 1999 г. е приет Законът за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК), който отменя действащия до момента Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества. Новият закон създава условия за ефективна защита на инвеститорите, стабилност на пазара, спазване принципите на равнопоставеност на участниците. Не по-малко важно е създаването на прозрачност и необратимост на сделките, което е главен индикатор за сигурност и успех на пазара.

Важен момент в развитието на фондовата борса е замяната на ДКЦК от нов регулаторен орган - Комисията за финансов надзор през 2003 г. Цел на комисията е да регулира и контролира дейността на няколко финансови нестандартни сектора. Новосъздаденият орган отговаря за защита на интересите на инвеститорите, регулира емитирането на ценни книжа и търговията с тях, както и дейността на инвестиционните дружества, включително пенсионни фондове и застрахователни компании. През 2007

БФБ-София АД е приета за пълноправен член на **Федерацията на европейските фондови борси (FESE)**, което повишава интереса на множество чуждестранни инвеститори, тъй като в нея са приети само дружества, признати от Европейската комисия и регулираните пазари в ЕС.

Обликът на актуалната националната законодателна рамка на финансовото инвестиране се оформя през първото десетилетие на XXI в. Тук следва да се посочат най-важните законодателни актове – **Законът за публичното предлагане на ценни книжа, Законът за пазарите на финансови инструменти, Законът за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране и Законът за дружествата със специална инвестиционна цел.** Наред с изброените закони действат и множество подзаконовни нормативни актове, приети от различни органи на държавно управление. **С оглед предмета на това изследване като основен нормативен акт следва да се посочи *Законът срещу пазарни злоупотреби с финансови инструменти.***

В отменената Глава дванадесета от ЗППЦК, наречена „*Недобросъвестна търговия*“, **за първи път законодателно** се регламентира търговията с използване на вътрешна информация и извършването на пазарни манипулации. Българският законодател заимства тази уредба от законодателствата на държавите с развит капиталов пазар. Целта е да се осигури нормалното функциониране на пазара на ценни книжа, като се предпази от престъпни посегателства върху неговия суверенитет и доверието на инвеститорите в него. Регламентацията се състои в дефинирането на основните понятия - чл. 158 ЗППЦК(отм.), и въвеждането на забрани за определени действия и сключването на определени сделки - чл. 159 ЗППЦК (отм.). **По смисъла на отменения чл. 158 ЗППЦК под „вътрешна информация“ се разбират данни,** за които не съществува задължение да бъдат огласени публично или които са защитени, докато вътрешният регламент на дружеството или законът сам по себе си не предвиди и задължи този вид информация да стане публично достъпна. На второ място се изисква тези данни да се отнасят до публично дружество или до емитент на търгувани на регулирани пазари ценни книжа, или до самите ценни книжа, търгувани на регулирани пазари, или до други такива данни, ако публичното им огласяване може да окаже влияние върху цената на търгуваните на регулирани пазари ценни книжа. На трето място, за да се приеме, че една информация е „вътрешна“, се изисква да съществува връзка между публичното огласяване на посочените по-горе данни и цената на търгуваните на регулираните пазари

ценни книжа, т.е. да се предположи, че огласяването на данните ще повлияе на цената на ценните книжа.

Проблемът, свързан с **пазарните манипулации** и недобросъвестната търговия на регулираните пазари, **също е намерил първоначално законодателна уредба в ЗППЦК. Законодателят не дава легална дефиниция на понятието „пазарна манипулация“**. През 2003 г. се приема Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета относно търговията с вътрешна информация и манипулирането на пазара (пазарна злоупотреба). **По това време България все още не е член на Европейския съюз, но поема ангажимент да транспонира във вътрешното си законодателство директивата. В резултат на това се приема Законът срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти (ЗПЗФИ). С тази стъпка България демонстрира своята готовност за влизане в Европейския съюз, както и желанието си да създаде законодателство, което да урежда търговията с ценни книжа. ЗПЗФИ дефинира понятието пазарна злоупотреба чрез двете му разновидности:**

- ***търговията с вътрешна информация и***
- ***манипулирането на пазара на финансови инструменти.***

В чл. 1, § 1, т. 1 от Директива 2003/6/ЕО се съдържа понятието за вътрешна информация, което почти дословно е възпроизведено в чл. 4, ал. 1 ЗПЗФИ. От тази норма може да се направи извод за характеристиките на „*вътрешната информация*“. Преди всичко това е информация, която е известна на ограничен кръг лица или т. нар. „*вътрешни лица*“, на които ще се спрем по-нататък. Нормата на чл. 4, ал. 1 ЗПЗФИ визира информация, която към съответния момент не подлежи на оповестяване, но тя следва да стане публична на по-късен етап по реда на глава трета, раздел I от ЗПЗФИ.

През 2016 г. се приема сега действащият Закон за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти. Конкретната причина за отмяната на стария ЗПЗФИ е задължението на България, като член на Европейския съюз, да осигури прилагането на Регламент № 596/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 16.04.2014 г. относно пазарната злоупотреба и да транспонира Директива за изпълнение на ЕС 2015/2392 на Комисията от 17.12.2015 г. Новият Регламент № 596/2014 регулира по нов начин забраните за търговия с вътрешна информация и пазарните манипулации, мерките за предотвратяване и разкриване на търговията с вътрешна информация и пазарните манипулации. **Поради прякото действие на регламента материята не се урежда от нов национален закон, а се прилага директно Регламент № 596/2014.**

§ 2. Историческо развитие на законодателството срещу злоупотребата с вътрешна информация в Германия

Параграфът започва с представяне на **исторически преглед до 1990 г.** За разлика от други държави с установени капиталови пазари, в които търговията с вътрешна информация отдавна е регулирана от законодателството, **Германия дълго се бори за въвеждането на нормативна уредба. Причината за забавянето е в големия брой привърженици на принципа за саморегулирането.** Според тях търговията и злоупотребата с вътрешна информация към момента не е от толкова голямо значение и обем, за да има нужда от нормативна уредба. **В повечето случаи този проблем може да бъде разрешен по вътрешен ред с въвеждането на надзорни органи или вътрешни указания,** които да водят до санкциониране на нелоялно поведение. В последствие на изложеното в началото на ХХ-ти век се наблюдава известна форма на саморегулиране. Близко 2000 банки се задължават да регламентират сделките със сътрудниците си по начин, който би изключил евентуална злоупотреба с вътрешна информация като преработват **общите условия в договорите си.**

Търговията с вътрешна информация в Германия се превръща в актуален проблем едва във фазата на възстановяването след Втората световна война, когато икономиката се оказва зависима от способите на самофинансирането и външното финансиране. **Борсата все повече заема централна роля при изграждането на икономиката и нейното стабилизиране. В тази връзка правителството стартира консултативен диалог по „Проекта от 5-и февруари 1973 г. на Закон за промяна на Закона за борсите”,** За съжаление реформата на Закона за борсите е извършена без да бъде включена уредба за борба със злоупотребата с вътрешна информация.

Следващият опит за регламентиране на изложеният проблем е положен **през 1976** от работната група към парламента по дружествено и корпоративно право. Те представят проекта закон за борба със злоупотребата на търговия въз основа на Закон за търговията с вътрешна информация, наречен **"Закон за защита от недобросъвестни валутни сделки с ценни книжа"**. Всички тези усилия и частични успехи, за съжаление, не са в състояние да доведат до окончателна кодификация на проблема.

Втората подточка от параграфа представя **Директива 2003/6/ЕО от 1989 г. относно борбата с търговията с вътрешна информация и манипулирането на пазара и Вторият закон за насърчаване на финансовите пазари в Германия.** Това е **първият**

закон в Германия, който законно регламентира борбата със злоупотребата на вътрешна информация при капиталовите пазари. Европейския законодател налага изложената директива да бъде имплементирана в националното законодателство до 01.06.1992 г. В Германия тя се въвежда с известно забавяне на 01.08.1994 г. **Същността на Втория закон за насърчаване на финансовите пазари е Законът за търговия с ценни книжа (WpHG), в чиито чл. 12 и сл. и чл. 38 и сл. регламентират забрана на търговията с вътрешна информация и излагат съответните санкции.**

§ 3. Изменение на Закона за борба със злоупотребата с конфиденциална информация

В параграфа се представя създаването и влизането в сила на Европейската директива за борба със злоупотребата с конфиденциална информация и нейното реализиране в националното законодателство на Германия. С въвеждането на Втория закон за подкрепа на финансовите пазари (**zweiten Finanzamtförderungsgesetz**) се довежда до възможността за още по-задълбочен и строг контрол на капиталовите пазари в Европа. Тези два закона поставят както на национално, така и на европейско ниво възможност за едно перфекциониране и по-нататъшно развитие на европейското и национално законодателство.

Изключително динамичното развитие на капиталовите пазари и неговото активно наблюдение от законодателя води до **неимоверно модифициране на вече приетото законодателство. Поради това на 11.05.1999 г.** Европейската комисия предлага връщането на една нормативна рамка за стабилизиране и наблюдаване на финансовия пазар, което, според нея, може да бъде постигнато със създаването на Директивата за борба със злоупотребата на капиталовите **пазари (Marktmissbrauchsrichtlinie)**. Директивата в последната си версия е насочена към собствениците на ценни книжа, които най-често са придобити на пазара на недвижими имоти („Commercial MBS“), както и на пазара на ценни книжа (Asset-Backed-Security IBS). С тази Директива Европейският съвет се опитва да стабилизира капиталовите пазари и да създаде доверие за развитието и движението на Европейската финансова борса. Директива 2003/6/ЕО е отменена

според чл. 37 от Регламент ЕС 596/2014 от 03.07.2016 г.² и заменена с нова, а именно Директива 2014/57/ЕС³.

Новосъздадената Директива за борба със злоупотребата на капиталовите пазари е придружена при въвеждането ѝ от три нормативни акта за нейното прилагане. Тя, както и предишната Директива 2003/124/ЕО на Европейската комисия от 22.12.2003 г., дава указания за прилагането на Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Европейския съвет, тясно свързани с определянето на понятията, а именно какво е злоупотреба, какво е конфиденциална информация, какво е манипулация. Директивата налага и строги указания за способите за обмен на конфиденциална информация на капиталовите пазари.

Директива 2004/72/ЕО на Европейската комисия от 29.04.2004 г. има за предмет дефиниране на понятието за вътрешна или конфиденциална информация, свързана с ценни книжа при стокообмен (Warenderivate), създаването на каталог с потенциални нарушители на конфиденциална информация, възможност за публикуване на транзакции с потенциално спекулативен и нарушаващ правилата характер. Скоро след влизането ѝ в сила надзорният орган разследва първите случаи на търговия с вътрешна информация и ги подлага на преследване. С въвеждането на Директивата за пазарните злоупотреби германското законодателство придобива нов политически облик. Създава се така нареченият Закон за подобрене на защитата на инвеститори и собственици на ценни книжа (Anlegerschutzverbesserungsgesetz), който е резултат от интегрирането на Директивата за пазарните злоупотреби (Marktmißbrauchtrichtlinie) и интегрирането на националното законодателство т. нар. Lamfalussy – Verfahren, който сам по себе си регламентира предписания относно прилагането на Директивата. Въвеждането на двата горепосочени нормативни акта се извършва от немския законодател до 30.04.2004 г. Тук посочената реформа допринася за едно обобщително и в същото време **абстрактно определяне на понятието за вътрешна информация. Вече не е нужно строгото разграничаване на забранени от закона действия на капиталовите пазари, които предполагат злоупотреба с**

² Регламент (ЕС) № 596/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 година 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

³ Директива 2014/57/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 година относно наказателноправните санкции за пазарна злоупотреба (Директива за пазарната злоупотреба)

конфиденциална информация, както и спазването на строги изисквания при съобщения ad-hoc (оповестяване на важна за капиталовите пазари информация).

Последната голяма промяна на чл. 15 A WpHG от 20.01.2007 г. е наложена от въвеждането на Директива 2004/109/ЕО, т.нар. Директива за прозрачност, респективно от закона за нейното транспониране във вътрешното законодателство (das Transparenzrichtlinien bzw. Umsetzungsgesetz (TUG)). Законодателят **дефинира** в тази връзка изцяло по нов начин **задължението за публикуване на вътрешна информация, като въвежда задължение за деклариране в Търговския регистър**. Последната промяна на чл. 15 A WpHG чрез Директивата за финансовите пазари и закона за нейното транспониране от 16.06.2007 г. постановява, че само емитенти ще бъдат подвеждани под отговорност на основание чл. 15 A WpHG и във връзка с тяхното задължение за регистриране и обявяване на действията си към Федералната служба за надзор над финансовите услуги (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin).

Няколко години по-късно се приема допълващата Директива 2007/14/ЕО. Нейната основна цел е **вносяне на яснота** относно прилагането на определени разпоредби от Директивата за прозрачност, като дава конкретни насоки за нейното приложение. С въвеждането на Директивата за пазарните злоупотреби германското законодателство придобива нов политически облик. **Създава се така нареченият Закон за подобрене на защитата на инвеститори и собственици на ценни книжа (Anlegerschutzverbesserungsgesetz)**, който е резултат от интегрирането на Директивата за пазарните злоупотреби (Marktmißbrauchrichtlinie) и интегрирането на националното законодателство

На европейско ниво на 10.09.2013 г. е приет новият Регламент за сделки въз основа на конфиденциална информация и злоупотреба с пазарна информация. Трябва да се отбележи, че той влиза в сила едва 20 дни след неговата публикация в официалното издание на ЕС. От голямо значение също е и прерогативният характер на чл. 36, ал. 2 от IMR, който постановява, че отделни норми на горепосочения регламент ще влязат в сила 2 г. след приемането му.

3. Глава II. Регламентът относно пазарната злоупотреба (РЕГЛАМЕНТ (ЕС) № 596/2014)

§ 1. Създаване на Регламент (ЕС) № 596/2014. Практическо и правно значение

В параграфа се анализира създаването на Регламент (ЕС) № 596/2014, в чийто чл. 14 от Регламент (ЕС) № 596/2014 (MAR – Market abuse regulation) се съдържа единствената изрична норма в правото на Европейския съюз, съдържаща забрана за злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари. При въвеждането на Регламента европейският законодател имплементира своите виждания за забрана на злоупотребата с вътрешна информация, воден основно от решението на съда *Spector Photo Group*, като, дори съвсем буквално, цитира решението в мотивите си за въвеждането на регламента, а именно: „...*да се запази интегритетът на капиталовите пазари и доверието на инвеститорите, което може да бъде постигнато само когато те бъдат третирани по един и същи начин....*“.

В мотивите за приемането на Регламента 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 ред. Като се основава на решението по делото *Spector Photo Group*, Комисията приема, че основното предназначение на Регламента е да се закриля доверието на участниците във функционалността и интегритета на капиталовия пазар. Същевременно европейският законодател вижда остра нужда от въвеждането на единен фактически състав и нормативна уредба на забранените действия за всички държави членки. В мотивите на Регламента се изтъква, че различията в нормативните уредби и способите за преследване в националните законодателства на държавите членки водят до трудности при ефективното налагане на санкции. Преодоляването на този проблем ще се постигне със създаването на единен фактически състав, както предвижда 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, каквато се наблюдаваше през 2007 г. От друга страна, забраната в целия Европейски съюз води до значително по-голяма ефективност в обмяната на данни, както и в преследването на такъв вид нарушения. Изложеното до тук 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.

Критичният анализ на Регламента спомага да се разбере правната концепция на законодателя, който чрез създаването на новия регламент цели възможно най-всеобхватно и ефективно да ограничи и предотврати извършването на подобни нарушения. Изследването на мотивите на законодателя е от значение и с оглед преценката дали българският законодател ефективно е имплементирал уредбата на Регламент (ЕС) № 596/2014 в националното законодателство. В голяма част от литературата злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари се разглежда като деликт. Правонарушението се състои в посегателство върху чуждо имущество. Според чл. 14 от Регламента е забранено:

- а) *участието* или *опитът* за участие в злоупотреба с вътрешна информация;
- б) *препоръчването* или *склоняването* на друго лице да участва в злоупотреба с вътрешна информация;
- в) незаконното *разкриване* на вътрешна информация.

Поставя се въпросът обаче какъв е характерът на нарушението при осъществяване на фактическия състав на чл.14 от Регламента. От гледна точка на наказателното право всяко едно от действията, описани в чл. 14, може да бъде определено като вид престъпление, квалифицирано според начина си на изпълнение. Според чл. 14, ал. „а“ *злоупотребата* и *опитът* за злоупотреба с вътрешна информация водят до наказуемост. Същото важи и за чл. 14, ал. „б“ и „в“. Тъй като в Регламента са регулирани строго определени действия, които сами по себе си водят чрез извършването им до наказуемост, може да се направи извод, че чл. 14 не урежда *резултатно* престъпление. Тук става въпрос за абстрактен деликт, увреждащ чуждо имущество. Абстрактността на деликта следва от обстоятелството, че не може да се предвиди как би реагирал капиталовият пазар на вътрешната информация. Имущественият характер на деликта се извежда от това, че в крайна сметка се засяга (и по-често дори се уврежда) чужд икономически интерес. Чрез злоупотребата и използването на вътрешна информация се уврежда чуждо имущество по забранен от закона начин.

Интересен е въпросът за определяне на подведомствеността на съда, когато ценните книжа се търгуват на повече от една борси и не може да бъде строго определен източникът на придобитата вътрешна информация. Сложността на въпроса идва в случаите, когато се претендира обезщетение от частноправни субекти, а не става въпрос за реализиране на административно наказателна отговорност чрез налагане на глоби или имуществени санкции, които най-често се свързват с такъв вид нарушения. В литературата се изтъква като определящо за подсъдността местожителството на ищеца

или на пряко засегнатия. Ако злоупотребата е между две страни, участници на капиталовите пазари *с постоянно пребиваване на територията на ЕС*, то тогава така или иначе се прилага Регламент (ЕО) № 44/2001 на Съвета от 22 декември 2000 г. Регламентът ясно определя подведомствеността на съда при международни спорове на граждани и институции от две държави членки на ЕС.

Важен е и въпросът дали има способности и механизми, които да спомагат да се информират други пострадали участници от такъв вид злоупотреби, че вече има заведени искове пред съда на една от страните членки на Европейския съюз. За съжаление, Регламент (ЕО) № 44/2001 не предвижда всеобщо оповестяването на заведени искове или друг способ, който да улеснява обмяната на подобна информация. На практика може да се изходи от обстоятелството, че емитентът и инсайдерът, срещу когото се води дело, има интерес да информира сезирания съд, че за същото правонарушение вече има образувано дело пред друг съд. По този начин би си спестил процесуалните разходи за водене на дела с еднакъв предмет в различни юрисдикции.

Интересен е въпросът за подведомствеността на съда в случаи, при които пострадалият има връзка с държава членка на ЕС, а делинквентът е в трета страна. Тази хипотеза е от голямо практическо значение в света на капиталовите пазари, тъй като много голяма част от големите брокерски къщи и инвестиционни посредници имат седалище в САЩ. До този момент няма формирана съдебна практика на съдилищата в Германия и България по подобни случаи. Поради липса на актуална съдебна практика в немската правна литературата е застъпено мнението, че при нарушения, свързани със злоупотреба с вътрешна информация, може да бъде прилагана съдебна практика, свързана с подведомствеността на съдилищата по случаи, свързани с рейтинг агенции.

Предвид изложените аргументи във връзка с диспозитивността при отговорността за възникване на вреди въз основа на злоупотреба с вътрешна информация трябва да се обърне внимание на обстоятелството, че участието на капиталовия пазар и търговията с ценни книжа сами по себе си имат високорисков характер, който включва дори и риск от пълна загуба на инвестицията. Това още повече потвърждава извода, че, встъпвайки в такъв вид търговия, рискът трябва да бъде калкулиран и предвиден. Затова не би следвало да се изхожда от презумпцията, че лицето, поело този риск, има нужда от особена защита. Впрочем тези аргументи предстои да бъдат открити в тълкувателната практика на съдилищата в англосаксонската и континенталната правни системи. Към момента европейският законодател е категоричен в своето виждане, че основната функция на забраната за търговията при злоупотреба с вътрешна информация е закрилата на пазара

и чак след това на нейните участници. Частният интерес има второстепенно право на защита и не е от такова значение за европейския законодател, както недвусмислено е изразено в мотивите за въвеждане на член 14 от Регламент. Засега привържениците и опонентите на диспозитивността могат само критично да наблюдават юриспруденцията и развитието на прилагането на член 14 от Регламента. Възможност за промяна при правоприлагането би настъпила, ако в съдебен процес се докаже, че настъпилите вреди са могли да бъдат избегнати, ако е съществувала възможност за споразумение между двете страни.

Злоупотребата с вътрешна информация и неоснователното обогатяване често се свързват с измамни действия. В европейската съдебна практика и литература до този момент не е обоснована тезата, че злоупотребата с вътрешна информация предполага извършването на измамно деяние. Поради спецификата на деянието, а именно *злоупотребата* с вътрешна информация на капиталовите пазари, се поставя въпросът може ли то да бъде предмет на измамно действие, водещо до наказуемост според българския НК.

За да бъде изпълнен фактическият състав на чл. 209, ал. 1 от НК, трябва злоупотребата, а именно преференциалното знание на информация, да *възбуди* или *поддържа* погрешна представа в участниците на капиталовите пазари. Точно тази представа трябва да доведе до имотна вреда. Фактът, че участниците търпят имуществени вреди от точно тази злоупотреба трябва да е безспорен. Въпреки всичко, тук отново се поставя въпросът дали *несподелянето* на вътрешната информация води до имуществените вреди или самият факт, че има условия и детайли, до които те просто нямат достъп. За да се квалифицира измамното деяние и подбудата по смисъла на чл. 209, ал. 1 от НК, инсайдерът трябва да има *задължението* да предостави тази ключова информация на останалите участници на капиталовите пазари или да се откаже от участие, като сложи обществения интерес пред личния. Такова задължение за закрила и предоставяне на вътрешна информация не може да бъде констатирано нито в българското, нито в германското законодателство. Подобно на българския, Германският наказателен кодекс (Strafgesetzbuch - StGB) също предвижда в § 263 измамно действие, което възбужда в трето лице погрешна представа за реалността. Въз основа на тази грешна представа, пострадалият взема решения и предприема действия, които водят до имуществена вреда за него. Проблемът тук отново е, че инсайдерът не предприема нищо, което да доведе до измама. Но дали това бездействие може да бъде инкриминирано. Според чл. 13 StGB във връзка с чл. 263 StGB и *бездействието* би довело до

наказателноправна отговорност само когато извършителят има *задължението* за разкриване на информация, т.е. той е бил длъжен да има активно поведение. Такова задължение обаче *не* може да бъде вменено на участниците на капиталовите пазари, тъй като извършителят няма никакви лични, обвързващи с тях отношения. Единственото задължение, което би имал извършителят, е това спрямо акционерите на акционерното дружество, което участва на борсата. Тук възниква задължението на съвета на директорите, надзорния или управителния съвет да уведоми акционерите, когато според предоставена им вътрешна информация акциите ще паднат или претърпят големи загуби. Това задължение за съжаление не е законово регламентирано, но може да бъде прието като задължително и обвързващо от принципите на добра корпоративна етика.

В заключение на казаното дотук трябва да се подчертае, че злоупотребата с вътрешна информация води до лична облага, която не води задължително до чужда имуществена вреда и по тази причина не може да се подведе под фактическия състав на чл. 209, ал. 1 от НК и не може да доведе до реализирането на наказателна отговорност. Друг е въпросът дали спрямо инсайдера може да се търси *гражданскоправна* отговорност под формата на парично обезщетение към пострадалите от такъв вид злоупотреба участници на капиталовите пазари. Изследването на този въпрос е от огромно значение, за да могат да бъдат направени предложения *de lege ferenda* и да се даде отговор на въпроса дали българският законодател ефективно е имплементирал в националното законодателство наложените му с Регламента задължения за ефективна защита и борба със злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари.

В съдебната практика и доктрина на множество държави от романската и англосаксонската правна система съществува схващането, че търговията чрез злоупотреба с вътрешна информация представлява „*кражба на информация*“. От друга страна, злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари може да бъде сравнена с нарушенията, свързани със „*злоупотреба с търговска тайна*“ или „*нарушение на интелектуалната собственост*“.

Може да се направи извод, че в чуждестранната правна литература и съдебна практика както в романската правна система, така и в англосаксонската съществува презумпцията за нанасяне на имуществени вреди. Те могат да бъдат причинени от кражба или измама. Злоупотребата с вътрешна информация причинява имуществени вреди на емитента и на отделните акционери, като не им се съобщава информация, която може да е от голямо значение за тях. Въпреки всичко, както бе изложено по-горе, при злоупотребата с вътрешна информация никога не става дума за криминални действия,

които са насочени към причиняването на вреди и обогатяване чрез заблуда или неправомерно придобиване на конкретно чуждо имущество. Злоупотребата с вътрешна информация дори не отговаря на фактическия състав на изложените наказателно правни норми. Поради тази причина теоретичното изследване отново потвърждава тезата, че при създаването на чл. 14 от Регламента европейският законодател е фокусирал вниманието си единствено върху общата сигурност и интерес. Поради тази причина в становището на Европейската комисия за въвеждане на Регламента се изтъква, че основната цел на директивата е стабилизиране и интегритет на капиталовите пазари, но не и защитата на личното имущество. Личните имуществени вреди трябва да бъдат предмет на договорни отношения между страните и, както вече бе изложено, имат диспозитивен характер, който дава възможност на страните да предвидят санкции, за да се гарантира спазването на лоялност към дружеството. Целта на европейския законодател е много повече от това да създаде един сигурен и общодостъпен инструмент (борсата) за търговия с ценни книжа. Поради тази причина е създадена санкционна система, която има за цел да отстрани инсайдери, които злоупотребяват и нарушават интегритета на капиталовия пазар или посредством отнемане на лиценза, или чрез налагане на глоба, респективно имуществена санкция. Посочените цели се преследват единствено по административен ред и с налагането на глоби или имуществени санкции, но не и с предоставянето на правна възможност за регулиране на вредите в единични случаи.

§ 2. Фактически състав и основни понятия, свързани с борбата със злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари според Регламент (ЕС) № 596/2014 на Европейския парламент и на Съвета (MAR)

Параграфът започва с извеждане на дефиниция на понятието за „злоупотреба с вътрешна информация“ според чл. 14, т. а) от Регламент ЕС № 596/2014. Важно е да се направи разграничение с чл. 14 а от Регламент ЕС № 596/2014, който установява забраната на определен вид нарушения, но сам по себе си не регулира какъв е характерът и фактическият състав на злоупотребата с вътрешна информация. Според чл. 8, ал.1 злоупотреба с вътрешна информация възниква, когато лице разполага с вътрешна информация и я използва, като придобива или се разпорежда за собствена сметка или за сметка на трета страна, пряко или косвено, с финансови инструменти, за които се отнася тази информация. Тъй като целта на дисертационния труд е да анализира главно промените и последиците при нарушение в националното законодателство на България

и Германия, то тук ще бъдат разгледани само основните принципи и най-вече промените, настъпили с въвеждането на новата законова рамка.

Понятието „вътрешна информация“ за първи път се среща у нас в чл. 158, ал. 1 от Закона за публично предлагане на ценни книжа. Въпреки че чл. 158 от ЗППЦК е отменен на 01.01.2007 г., той поставя началните основи и за първи път определя понятието „вътрешна информация“ като *„всякакви данни, за които не съществува задължение да бъдат огласени публично или които още не са публично огласени, отнасящи се до публично дружество или до емитент на търгувани на регулирани пазари ценни книжа, или до самите ценни книжа, търгувани на регулирани пазари, или други такива данни, ако публичното им огласяване може да окаже влияние върху цената на търгувани на регулирани пазари ценни книжа“*. Понятието „вътрешна информация“ е било предмет само на едно решение на ВАС, а именно на Решение № 9901 от 5.11.2003 г. (а. д. № 8917/2002 5 ч. с-в на ВАС), в което се констатира фактът, че задълженията по чл. 158 ал. 1 и 160 от ЗППЦК отпадат, когато едно публично дружество е отписано от публичния регистър. В заключение на анализа на развитието на понятието *„вътрешна информация“* трябва да се спомене и подписаното между България и Европейската инвестиционна банка финансово споразумение от 29 юли 2010 г. Съвместната европейска инициатива има за цел да насърчи инвестициите, растежа и заетостта в градските райони. Част от проекта е сформирването на така наречените инвестиционни съвети, които имат задължението да следят развитието на проекта и законното усвояване на предоставените европейски ресурси, като боравят изключително внимателно с предоставена им информация, която страните квалифицират като *вътрешна информация*. В тази връзка Инвестиционният съвет (ИС) има и изрични задължения.

Интересен е въпросът как е регламентирано понятието „вътрешна информация“ в законодателството на други водещи страни на капиталовите пазари. Понятиятният апарат трябва да съдържа дефиниция на информацията, чието неразкриване на другите участници на капиталовите пазари води до наказуемост. Тук трябва да се спомене чл. 1042 A Corporations Act 2001 на австралийското законодателство, както и чл. 234 (1)(a) *Financial market conduct act* 2013 от законодателството на Нова Зеландия, както и чл. 33е и 40 ВЕНГ от законодателството на Швейцария. Нормите на тези държави не се различават значително от фактическия състав на чл. 7, ал. 1, т. а. от Регламента. Информацията трябва да не е общодостъпна и да е от значение при определянето на курса и търговията на ценните книжа. Американското законодателство не се откроява

съществено от принципите и понятията в европейското и австралийското, респективно новозеландското законодателство. В САЩ водеща за изясняването на понятието е съдебната практика. Забраната за злоупотреба с вътрешна информация е регламентирана по същия начин и в Канада. Канадският законодател също така приема за изпълнен фактическия състав на злоупотребата, когато една информация, свързана с акции, търгувани на борсата, не е придобита и използвана по общодостъпен начин.

От всичко изложено дотук може да се направи извод, че с въвеждането на член 7 от Регламент ЕС 596/2016 европейският законодател е изпълнил своето задължение за единно обосноваване и регламентиране на понятието „*информация*“ в смисъла на закрила от злоупотреба на капиталовите пазари. За разлика от канадския и американския законодател, европейският изисква *прецизна* информация в чл. 7 от Регламент № 596/2014. Информацията се счита за прецизна, ако се отнася до редица обстоятелства, които вече са съществували или които реалистично може да се очаква да настъпят в близкото бъдеще. Сравнително правният анализ в тази материя води до обобщението, че независимо от конкретната правна техника законодателствата на страните с развит капиталов пазар и тези на нововъзникналите пазари са въвели ограничения по отношение на действията на вътрешните лица, на търговията с вътрешна информация и на манипулациите. Моделите на регулация имат динамично съществуване, определяно от взаимодействието между вече възприетите и разширяващите се пазарни практики, от една страна, и от подхода на унифициране и хармонизация при изграждане на правната уредба на регулираните пазари на ценни книжа, принципите и механизмите на тяхното функциониране, от друга.

До влизането в сила на чл. 7 от Регламент ЕС № 596/201, германското законодателство регулира злоупотребата с вътрешна информация в чл. 13 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – в редакцията му преди 02.07.2016 г. Нормата е въведена в изпълнение на задължението на немската държава за интегриране на Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 28 януари 2003 г. и чл. 1 на Директива 2003/124/ЕО на Комисията от 22 декември 2003 г. За разлика от чл. 13 WpHG (отм.), новият чл. 7 от Регламент ЕС № 596/2014 не само определя какво е вътрешна информация, но разграничава вътрешната информация на три степени:

- в ал. 1 се съдържа основното понятие за вътрешна информация,
- в ал. 2 се дават ясни примери за вътрешна информация,
- в ал. 3 се формулират изключенията.

Такъв вид разграничение е ново в европейското законодателство. Чл. 13 ал. 1 WpHG (отм.) за разлика от чл. 7, ал. 1а от Регламент ЕС № 596/2014 изисква информацията да е свързана с определено обстоятелство, което да има вътрешен и поверителен характер. Актуалната дефиниция в чл. 7, ал. 1а от Регламент е почти еднаква с предходните законови регламенти като чл. 1 от Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 28 януари 2003 г. и чл. 1 от Директива 2003/124/ЕО на Комисията от 22 декември 2003 г. Последващите параграфи на чл. 7, ал. 2, изр. 2 и чл. 3 от Регламента са въведени в резултат на едно фундаментално и много дискутирано решение на Европейския съд, а именно „*Gelt*“ от 28 юни 2012. Случаят *Gelt* се разглежда по време на приемането на Регламент ЕС № 596/2014 и става „опора“ на аргументацията за въвеждането на чл. 7, ал. 2, изр. 2 и чл. 3.

Важен термин при регламентирането на неправомерното използване на вътрешна информация на капиталовите пазари е понятието „*злоупотреба*.“ Злоупотребата винаги се свързва с правонарушение, което води до материални или нематериални вреди. В конкретния случай злоупотребата много често причинява имуществени вреди на останалите участници на капиталовите пазари. От гледна точка на законодателството, свързано с капиталовите пазари, понятието „*злоупотреба*“ намира своето начало в България в Закона за публично предлагане на ценни книжа. Законодателят определя това понятие като „*пазарна манипулация*“ и го регламентира в чл. 161, ал.1 от ЗППЦК. През 2007 г. се приема Законът срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти (ЗПЗФИ). В чл. 6 от ЗПЗФИ са регламентирани нови понятия за манипулация на капиталовите пазари и злоупотреба с вътрешна информация. След влизането в сила на Регламент ЕС № 596/2014, чл. 161 и чл. 162 от ЗППЦК, както и чл. 6 от ЗПЗФИ са отменени. В изпълнение на новия регламент, българският законодател приема Закона за прилагане на мерки срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти (ЗПМПЗФИ). В чл. 1, ал. 2 от ЗПМПЗФИ злоупотребата с вътрешна информация се квалифицира като вид пазарна злоупотреба. Интересен е въпросът в тази връзка какви са промените след влизането в сила на Регламент ЕС № 596/2014, свързани с понятието *злоупотреба* с вътрешна информация на капиталовите пазари. При въвеждането на чл. 14 от Регламент ЕС № 596/2014 европейският законодател иска окончателно да даде отговор на водената в литературата и юриспруденцията дискусия „*use versus possession*“. В основата на споменатия дебат стои въпросът дали злоупотребата може да бъде констатирана и респективно санкционирана само след като *обективните* предпоставки на нейното извършване са налице, или трябва да бъде доказан и субективният елемент,

че предоставената информация съзнателно и целенасочено е използвана за лично предимство и в ущърб на другите участници.

През 2003 г. европейският законодател въвежда новата Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 28 януари 2003 г. относно търговията с вътрешна информация и манипулирането на пазара (пазарната злоупотреба), в която ясно се сигнализира, че досегашното виждане за злоупотреба е изключително благоприятно спрямо инсайдерите и не е ефикасен механизъм в борбата срещу тези нарушения. Новата директива налага промяна, като определя че за да се констатира злоупотреба с вътрешна информация, вече не е нужно да има умишъл за нейната злоупотреба, а е достатъчно да се употреби тази информация. По този начин европейският законодател улеснява условията за подвеждане под отговорност на нарушителите, като определя за достатъчно обстоятелството информацията да се употреби. За съжаление, при приемането на Директивата европейският законодател не дава отговор на въпроса как точно да се разграничават двете обстоятелства (употреба и злоупотреба) и кои точно са критериите на разграничение. С това европейският законодател ясно сигнализира, че се дистанцира от досегашното виждане за предпоставките за злоупотреба с вътрешна информация. Въпреки всичко не стават ясни критериите кога и как се разграничават случаите на злоупотреба и употреба.

Параграфът продължава с анализиране на понятието „да препоръчва или склонява друго лице да участва в злоупотреба с вътрешна информация“ според чл. 14, т. б) от Регламент ЕС № 596/2014. Чл. 14, т. б) от Регламент ЕС № 596/2014 най-общо забранява препоръчването и склоняването на трето лице да участва в злоупотребата с вътрешна информация, затова е важно да бъдат изяснени понятията за *препоръчване* и *склоняване*. Според Регламент ЕС № 596/2014 фактическият състав на чл. 14б и чл. 8, ал. 2а е изпълнен, когато едно лице е придобило вътрешна информация и въз основа на нея препоръчва или склонява друго да закупи или продаде финансови инструменти на капиталовите пазари. Важно е в тази връзка да се спомене, че под забраната на чл. 14 б и чл. 8, ал. 2а попада и забраната за промени и/или анулиране на поръчки, които вече са отправени към борсата. Всяко едно действие, което е пряко свързано с препоръката или склоняването на трето лице и се отразява на транзакция или действие, свързано с борсата, може да бъде подведено под нормата на чл. 14 б, и чл.8, ал. 2а от Регламент ЕС № 596/2014. Считам, че съображенията на европейския законодател, свързани със злоупотребата с вътрешна информация, развити в решението Spector Photo Group са относими и към *склоняването*, и към *препоръчването* на вътрешна информация на трети

лица. Не бива да се забравя, че законодателят разглежда забраната за търговия с вътрешна информация в чл. 14а като основен състав за борбата с такъв вид злоупотреби. Всички други модалности като тук разглежданите склонявания и препоръки са подвид или модификация на основния състав. С влизането в сила на Регламент ЕС № 596/2014 законодателят по принцип иска цялостно да уреди такъв вид забрана и да облекчи надзорните органи да преследват и санкционират такъв вид злоупотреби. Едва ли европейският законодател е искал да създаде алтернатива и възможност за заобикаляне на заложените в решението Spector Photo Group съображения и възгледи. Затова прилагането на чл. 14б и чл. 8, ал. 2а от Регламента трябва да бъде разглеждано в светлината на решението Spector Photo Group, като при наличието на знание на вътрешна информация и нейното предоставяне с цел склоняване каузалността се предполага и не трябва изрично да бъде доказвано от надзорните органи, че склоняването е *въз основа* на придобитата вътрешна информация. Тук също важи аргументът от чл. 14а, който отхвърля нарушението на човешките права и основни правни принципи. Както вече бе изложено, аргументите, свързани с това, са, че в наказателния процес, за да бъде отречено наказанието или респективно каузалността, то е абсолютно достатъчно обвиняемият да възбуди съмнението за невинност. Този факт сам по себе си е достатъчен, за да бъде отречена връзката между придобитата вътрешна информация и нейното ползване по смисъла на чл. 14б и чл. 8, ал. 2а от Регламент ЕС 596/2014. Не бива да се подценява и забравя, че в административния процес невинността не може да бъде предполагана до доказване на обратното.

Параграфът завършва с анализ на понятието „незаконно да разкрива вътрешна информация“ съгласно чл. 14, т. с), чл. 10 ал. 1 и 2 от Регламент ЕС № 596/2014. Теоретично погледнато терминът „*разпространяване*“ се свързва с обстоятелството, че нито една от страните, имащи достъп до информация, не могат да я използват за друга цел освен за упражняване на конкретните им права и задължения. Всяко разпространение на вътрешна информация от някоя от страните се извършва само за изпълнение на целите и дейността, които са пряко регламентирани от законодателя. В последната точка с) от чл. 14 европейският законодател постановява, че разкриването на вътрешна информация е *наказуемо* действие. От своя страна какво точно е наказуемо или какво е *незаконно разкриване*, е регламентирано в чл. 10, ал. 1 и ал. 2 от Регламента. Според него незаконното разкриване на вътрешна информация възниква, когато дадено лице разполага с такава информация и я разкрива на друго лице освен когато разкриването е извършено при обичайно упражняване на дейност, професия или служебни задължения.

Тази норма се прилага по отношение на всяко *физическо* или *юридическо* лице, намиращо се в ситуациите или обстоятелствата, посочени в чл. 8, ал. 4. Чл. 10, ал. 2 допълва разпоредбата, като квалифицира незаконното действие и при *последващото* разкриване на препоръки или склоняване, посочени в чл. 8, ал. 2, когато лицето, разкриващо препоръката или склоняването, знае или е следвало да знае, че те се основават на вътрешна информация. Смисълът на забраната в чл. 14, т. с), чл. 10, ал.1 и ал. 2 както и при другите форми на действия, квалифицирани като злоупотреба с вътрешна информация, е да се съхрани интегритета на капиталовите пазари и всички участници да имат еднакъв достъп до релевантна за тях информация, свързана с капиталовите пазари. Всеки участник трябва да има възможността да взема решенията си въз основа на общодостъпна и прозрачна информация. От теоретична гледна точка чл. 14, т. с), чл. 10, ал.1 и ал. 2 уреждат един *абстрактно рисков деликт*. Господстващото мнение в литературата изхожда от аргумента, че получаващият информацията, респективно подведеният и склоненият, не е задължително да реализират и използват погрешната информация. За реализирането на фактическия състав на нормата е напълно достатъчно вътрешната информация да стигне до подведения и склонения. Обстоятелството дали те ще я използват в личен интерес или няма да я използват не е от значение.

До настоящия момент европейският законодател оставя без отговор въпроса кои са критериите, на базата на които да се констатира, че деецът има знанието за вътрешна информация. Този въпрос не е важен за приложимостта на чл. 10, ал. 2, но е от голямо практическо значение, когато надзорните органи не могат дори да докажат положителния факт за знание на вътрешната информация. В немското законодателство много често в такива аналогични случаи в наказателното право се прилага правният институт на „паралелна оценка в сферата на лаика“ (*Parallelwertung in der Laiensphäre*) или именно: каква субективна оценка на случая и обстоятелствата би дало едно незапознато със случая лице или едно невежо лице. Би ли то разпознало и регистрирало неправомерността на обстоятелството и би ли го квалифицирало като нарушение, без да има особени познания или квалификация. Прилагането на посочения институт е един от възможните юридически способи за доказване на придобита вътрешна информация. Ако едно трето лице без специални знания и опит би регистрирало неправомерността, то винаги може да се направи изводът, че едно добре запознато с инвестицията и обстоятелствата лице със сигурност е знаело, че това е вътрешна информация. Други подобни критерии за констатиране на знанието на вътрешна информация са до каква

степен тази информация е била релевантна за образуване на курса на търгуване, била ли е публично изложена и известна, какви и кои са източниците на информацията, както и не на последно място социалното значение на информацията. Изложените критерии със сигурност не са изчерпателни, а могат да се ползват само като индикация за знанието на вътрешна информация. Положително в тази връзка е, че европейският законодател поддържа линията на цялостно разглеждане на случая и неговите обстоятелства, което е една добра база за прилагането на сравними критерии, които да улеснят работата на съблюдаващите органи.

4. Глава III. Наказуемост на нарушенията, свързани със злоупотребата с конфиденциална информация

§ 1. Въведение

В параграфа се разглежда въвеждането на Регламент (ЕС) № 596/2014 за борба с търговията и злоупотребата с вътрешна информация, което доведе до големи промени в националните законодателства на отделните държави членки на ЕС. Не на последно място, промяната беше наложена, тъй като чл. 14 се прилага директно в отделните държави от Европейския съюз. Все пак, въпреки директното приложение чл. 14 от Регламент (ЕС) № 596/2014 представлява забрана без последствия. На този фон европейският законодател остави 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 и размера на наказанията. Поради това в настоящата глава авторът би искал да насочи фокуса върху националните санкции за търговия с вътрешна информация в България и Германия. Специално внимание се обръща на ефективността и пълнотата на прилагането на наказанията. За финал са изследвани отделни проблемни области на двете законодателства и се извършва правно сравнение на приложението в двете страни.

§ 2. Наказателноправни санкции

В параграфа е представено, че наказателно правните санкции за нарушения на правилата за търговия с вътрешна информация не са предмет на регламентация в

Регламент (ЕС) № 596/2014. По-скоро европейският законодател посочва минимума на наказателноправните санкции в Директива 2014/57/ЕС. Малко объркващо и дори подвеждащо е защо тези две правни области не са единно регламентирани и още повече по какъв начин правилата се съотнасят помежду си. Както е известно, регламентът е правен акт на Европейския съюз, който има общо приложение и пряко действие в държавите членки. Регламентите са част от вторичното законодателство на Съюза. Те се различават от директивите главно по това, че последните първо трябва да бъдат транспонирани от държавите членки в тяхното национално законодателство. Затова може да се приеме, че Директива 2014/57/ЕС не е конкурентна правна регламентация, а по-скоро допълва съдържанието и подсилва ефекта на Регламент (ЕС) № 596/2014. От това изхожда и преобладаващото мнение в литературата, което гласи, че в своите разпоредби Директива 2014/57/ЕС препраща към Регламент (ЕС) № 596/2014. Това мнение се потвърждава и от съображенията за въвеждане на Директива 2014/57/ЕС.

Директива 2014/57/ЕС на Европейския парламент и на Съвета относно наказателноправните санкции за пазарна злоупотреба (Директива за пазарната злоупотреба, наричана по-нататък „Директивата“) бе приета на 16 април 2014 г. Държавите членки трябваше да приемат и публикуват до 3 юли 2016 г. необходимите национални мерки с цел спазване на Директивата, както и да прилагат тези мерки от същата дата, при условие че е влязъл в сила Регламент (ЕС) № 596/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 г. относно пазарната злоупотреба. Директивата и Регламентът модернизират и укрепват правилата на Съюза относно опазването на целостта на пазара и защитата на инвеститорите, които преди това се съдържаха в Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета относно търговията с вътрешна информация и манипулирането на пазара (пазарна злоупотреба) и в Директиви 2003/124/ЕО, 2003/125/ЕО и 2004/72/ЕО на Комисията.

В изпълнение на изискванията на Директивата за пазарната злоупотреба българският законодател въведе в Глава Седма на особената част от Наказателния кодекс разпоредбите на чл. 260а, чл. 260б и чл. 260в. 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 за едно по-силно обществено въздействие в сравнение с административните санкции. Един интегриран и ефикасен финансов пазар и наличието на по-голямо доверие от страна на инвеститорите изискват лоялни пазарни отношения. Безпроблемното функциониране на пазарите на ценни книжа и доверието на

обществеността в тези пазари са необходими предпоставки за икономически растеж и благоденствие. Пазарната злоупотреба вреди на целостта на финансовите пазари и разколебава доверието на обществеността. Инкриминирането на най-тежките форми на пазарна злоупотреба поставя ясни прагове за видовете поведение, които се считат за особено неприемливи. Действията, свързани със злоупотребата с вътрешна информация, нейното незаконно разкриване и манипулирането на пазара от лице, работещо във финансовия сектор или в надзорен или регулаторен орган, засягат в голяма степен целостта на пазара, стойността на финансовия инструмент и им причиняват значителни вреди. Текстовете в Наказателния кодекс са разпределени по следния начин:

- чл. 260а НК визира деянията, свързани със *злоупотреба* с вътрешна информация като цяло,
- чл. 260б НК регламентира злоупотребата с вътрешна информация под формата на нейното *разпространяване*,
- чл. 260в НК регламентира *манипулирането на пазара* чрез даване на неверни или подвеждащи сигнали.

Считам, че имплементирането на Директивата в българското законодателство е твърде неуспешно и дори може да се каже непълно.

Германският законодател е регулирал злоупотребата с вътрешна информация в чл. 119, ал. 3, т. 1-3 от Wertpapierhandelsgesetz – WpHG (Закон за търговия с ценни книжа). За разлика от Наказателния кодекс разпоредбите на WpHG, които целят предотвратяване на злоупотреби при търговия с ценни книжа, имат гражданскоправен характер. Независимо от това текстът носи заглавието „*наказателни разпоредби*“. По този начин германският законодател се опитва да въведе квази наказателни санкции в рамките на гражданскоправната уредба. Особено забележимо е, че германският законодател е избрал да регламентира деянието посредством обща отговорност. В чл. 119, ал. 3, т. 1 WpHG последният постановява, че се наказва всеки, който участва в търговия с вътрешна информация в нарушение на чл. 14, б. а), или в нарушение на чл. 14, б. б) подбужда или помага на трето лице да участва в търговия с вътрешна информация. В т. 3 на същия член законът предвижда подвеждане под отговорност на всеки, който разкрива вътрешна информация в нарушение на чл. 14, б. в) от Регламент (ЕС) № 596/2014. Тук много силно впечатление прави това, че за разлика от съответната българска уредба немският текст просто препраща най-общо към Регламента. С това немският законодател оставя свободно поле на съдилищата и всички други съблюдаващи

органи да надзирават максимално за настъпилите нарушения и да конкретизират прилагането на Регламента едва чрез съдебната си практика. Това може да се разглежда като желание на германския законодател да създаде способ на възможно най-широкото приложение на Регламента и да предостави конкретизирането на съдилищата и на всички други съблюдаващи органи.

Този подход не може да намери приложение в българското законодателство и правоприлагане поради принципа на законоустановеност на престъпленията и наказанията, принцип, заложен в чл. 5, ал. 3 от Конституцията на Република България, според който *„никой не може да бъде осъден за действие или бездействие, което не е било обявено от закона за престъпление към момента на извършването му“*. Този принцип конкретизира принципа на върховенство на правото в областта на наказателното право и съвместимостта му с международни договори и актове е бил предмет на не едно решение на Конституционния съд. „Съгласно чл. 5, ал.4 от Конституцията, така както е изтълкуван от Конституционния съд в решение № 7 от 1992 г., за да бъдат включени във вътрешното наказателно законодателство деянията, обявени за престъпни от международните договори, трябва признаците на престъпните им състави и наказанията за всяко престъпление да бъдат установени с вътрешен законодателен акт, действието на който се определя в съответствие с изискванията на вътрешното законодателство. ... Извличане на признаците на престъплението по реда на прилагане на правото и закона по аналогия в наказателноправната материя е недопустимо, когато е във вреда на дееца, защото води до произвол в правораздаването и нарушава принципа на законоустановеност на престъплението. Този принцип изисква признаците на състава да бъдат ясно и изчерпателно посочени от законодателя“. По-тази причина българският законодател не може просто да се позове на Регламента. Той максимално детайлно конкретизира наказуемостта на този вид престъпления. За съжаление, това решение води до неблагоприятни последици от страна на спазването на някои правни принципи и, не на последно място, на приложимостта на текстовете. По мнение на автора използваното изложение в текста на българския закон е дълго, подвеждащо и противоречи на основни наказателноправни принципи. Особено забележимо е също така, че за разлика от чл. 260б и 260в от НК, чл. 260а е неразбираем. Поради това критиката в тази дисертация е насочена към разпоредбата на чл. 260а НК. Не на последно място, на него се отделя специално внимание, тъй като предмет на тази разпоредба е именно забраната за търговия с вътрешна информация.

§ 3. Наказуемост на физическите лица. Приложение в Германия и България

В параграфа се разглежда приложението на наказуемостта на физическите лица в Германия и България. Наказателните санкции срещу физически лица трябва да бъдат ефективни, пропорционални и възпиращи. Това гласи чл. 7, ал. 1 от Директива 2014/57/ЕС. Изискванията на европейския законодател са следните: злоупотребата с вътрешна информация трябва да бъде наказвана с лишаване от свобода с максимален срок от не по-малко от четири години, според чл. 7, ал. 2 от Директивата, като същото изискване е поставено и за манипулирането на пазара. Европейският законодател въвежда сходни изисквания и за нарушения на забраната за незаконно разкриване на вътрешна информация. В този случай санкцията трябва да бъде лишаване от свобода с максимален срок не по-малко от 2 години, съгласно чл. 7, ал. 3 от Директива 2014/57/ЕС.

Изискванията на Директива 2014/57/ЕС бяха транспонирани в Германия чрез въвеждането на чл. 119, ал. 3 в Закона за търговия с ценни книжа (WpHG) във връзка с чл. 15 от Наказателния кодекс. В резултат на това умишленото нарушаване на забраните, касаещи вътрешната информация, е заплашено с лишаване от свобода до пет години или с глоба. Следователно, немският законодател гледа на всяко умишлено нарушаване на забраната за вътрешна информация като на тежък случай. При това е напълно без значение дали деянието на лицето, нарушило правилата за вътрешна информация, е довело до някаква промяна в цената. Наказанието от максимум 5 години повдига въпроса дали това не е нарушение на изискванията на Директива 2014/57/ЕС, която при тежки случаи предвижда наказание лишаване от свобода максимум 4 години. На този етап е важно да се спомене, че с тази мярка Германия рискува да бъде подведена под отговорност в процедурата за нарушаване на договорите съгласно §§ 258 и сл. ДФЕС и да бъде глобена. Това съображение не е напълно погрешно, тъй като от член 3, ал. 1 от Директива 2014/57/ЕС става ясно, че европейският законодател не приема всяко умишлено нарушение за *тежък* случай (аргумент от член 3, ал. 1 от Директива 2014/57/ЕС: "*В тежки случаи и при наличие на умисъл*"). При това положение стои въпросът защо досега Комисията на ЕС не е обърнала внимание на Федералната Република за това и, не на последно място, не е наложила глоба. Разпоредбата на чл. 6 от Директивата предвижда криминализиране на **подбудителството, помагачеството**, както и на **опита** към престъпленията, свързани с пазарна злоупотреба. Те също са имплементирани в чл. 119 WpHG, както и в наказателното право. Опитът за търговия с вътрешна информация е криминализиран в чл. 119, ал. 4 WpHG. А извършителството и

съчастието в престъпленията се основават на чл. 25 и следващите от Наказателния кодекс. Интересно е да се отбележи, че немският законодател предвижда и наказание за престъпления, извършени поради самонадеяност. Чл. 120 ал. 14 от WpHG предвижда, че самонадеяното нарушение на чл. 14 от Регламент (ЕС) № 596/2014, за разлика от умишленото, представлява административно нарушение, което съгласно чл. 120, ал. 18, т. 1 от WpHG се наказва с глоба до 5 милиона евро за физически лица и до 15 милиона евро и 15% от миналогодишния оборот за юридически лица. Директива 2014/57/ЕС не възпрепятства това разширяване на наказателните санкции върху самонадеяни случаи, независимо дали предвидената в немското законодателство глоба има характер на наказателноправна санкция по смисъла на Регламент (ЕС) № 596/2014 или само на административна санкция. В крайна сметка това разграничение не е от особена важност, тъй като, както вече беше посочено, Директива 2014/57/ЕС поставя само минималните изисквания към националните законодателства.

Опитът за извършване на престъпления с вътрешна информация също е регламентиран в Директива 2014/57/ЕС, а именно в чл. 6, ал. 2 урежда наказуемостта на опита. В България тези престъпления са поместени в чл. 260а и чл. 260б от Наказателния кодекс. Опитът не е изрично включен в тези разпоредби, но по силата на чл. 18 от Общата част на Наказателния кодекс опитът към умишлени престъпления винаги е наказуем и за него се предвижда същият вид наказание, предвидено за довършеното престъпление при вземане предвид на индивидуалните особености на съответния случай. Затова и при опит за извършване на престъпления, свързани със злоупотреба с вътрешна информация, извършителят носи съответната наказателна отговорност.

В Германия това е регламентирано в чл. 119, ал. 4 WpHG. Интересното е, че германският законодател не само регулира наказателната отговорност за опит към търговия с вътрешна информация, но и към всички престъпления с вътрешна информация. Разбира се, в този случай бързо може да се стигне до заключението, че е налице свръхрегулиране, тъй като европейският законодател предвижда санкционирането на опита само към някои престъпления с вътрешна информация, чл. 6, ал. 2 във връзка с чл. 3, ал. 2-5 и 7 и чл. 5 на Директива 2014/57/ЕС. Този правен въпрос вече беше разгледан по-горе, където е застъпено мнението, че Директива 2014/57/ЕС предоставя само минималната рамка за наказуемост. А обхватът на наказанията е оставен на самостоятелната преценка на всяка отделна държава.

Когато се проследи развитието на наказателното право и в двете страни в този контекст, прави впечатление, че в българската съдебна практика и литература се прави

разграничение между *довършен* и *недовършен* опит, което обуславя разлика в размера на наказанието. Както вече беше разгледано, опитът в българското наказателно право винаги е наказуем освен когато по собствена подбуда деецът се е отказал да довърши изпълнението на престъплението или е предотвратил настъпването на престъпните последици, както гласи текстът на чл. 18, ал. 2 НК. Законът също така предвижда и наказателна отговорност за подготвителните действия в чл. 17 НК. Смята се, че опитът започва тогава, когато извършителят пряко и непосредствено се насочи към осъществяването на изпълнителното деяние и това зависи както от нагласите на извършителя, така и от вида престъпление, към което се е насочил. Именно по това се различава опитът от приготвянето, при което все още не е започнало изпълнението, а само се създават условия за неговото предстоящо изпълнение. Интересно е да се спомене, че германският законодател оставя както *подготвителното действие* за изпълнение на престъпление, така и опитът *ненаказуеми освен в изрично предвидените от закона случаи*, което е значителна разлика в наказателноправния подход на двете държави. За разлика от регламентацията на опита българският законодател в чл. 17, ал. 2 НК предвижда по същия начин приготвянето към някои престъпления да бъде наказуемо *само когато това изрично е предвидено в правната норма*. Такава разпоредба липсва в регламентацията на престъпленията с вътрешна информация, поради което приготвянето към тях не е наказуемо. Тъй като тези наказателноправни нюанси не са предмет на настоящата дисертация, този проблем няма да бъде разгледан по-подробно.

В рамките на наказателното преследване на търговия с вътрешна информация възниква въпросът дали е възможно извършването на престъплението чрез бездействие. Особеният акцент тук е върху отговорността на юридическите лица и възлагането на действия от лица, които заемат ръководни длъжности, което е изрично регламентирано в чл. 8, ал. 2 от Директива 2014/57/ЕС. Съгласно тази разпоредба отделните държави от ЕС, включително България и Германия, са задължени да гарантират, че юридическите лица могат да бъдат подведени под отговорност заради това, че липсата на надзор или контрол от страна на ръководител, пълномощник или представител по смисъла на ал. 1 от същия член е дала възможност на лице под техен контрол да извърши едно от обсъжданите престъпления в полза на юридическото лице. Това изискване налага изключение в националното законодателство и на двете страни. Това е така, защото по принцип нито немското, нито българското законодателство предвиждат възможност за наказателна отговорност на юридически лица, *societas delinquere non potest*. Затова е

интересно как българският и германският законодател са се справили с необходимостта от въвеждане на тези изисквания и какви възможности за регламентиране са намерили.

Българското наказателно право предвижда наказателна отговорност за неизпълнение на задължение само когато това е изрично регламентирано в закона. В такъв случай става въпрос за престъпления, извършвани чрез бездействие. Както и при останалите престъпления, българското наказателно право разграничава обикновен и особен субект на престъплението. Докато обикновеният извършител на престъплението може да бъде всяко наказателноотговорно физическо лице, то особеният извършител наред с основните качества трябва да притежава допълнителни и специфични качества, които са предвидени в закона, като например качеството длъжностно лице. Такова престъпление е например т.нар. допустителство по служба по чл. 285 от НК на РБ. Той предвижда наказуемост за длъжностно лице, което съзнателно допусне негово подчинено лице да извърши престъпление, свързано със службата му. В този случай става въпрос за конкретно вменено задължение на дееца, което той не изпълнява, поради което бездействието му е престъпно.

Германският законодател ползва сходно разграничение, като прави разлика между *типични* и *нетипични* престъпления, извършвани чрез бездействие. Типичните са тези, при които е налице изрично регламентирано *общо задължение за действие* по смисъла на чл. 13 StGB и не изискват т.нар. конкретно условие, което задължава дееца да действа. Това означава, че в състава на престъплението не е предвидено изрично условие, характеристика или служебно качество за извършителя на престъплението, но изхождайки от практиката и литературата, се предполага, че той е трябвало да действа. Това задължение може да е насочено към всеки и, следователно, не е обвързано от изискването конкретно длъжностно или друго лице да има задължение за предотвратяване на резултата. Като пример за тези деяния могат да бъдат споменати чл. 138 StGB (несъобщаване за планирано престъпление) и чл. 323c StGB (непредоставяне на помощ). Следователно, става въпрос за *типични* бездействия, при които обективният резултат се осъществява поради неизпълнение на предвиденото в закона общо задължение за действие. С други думи, „*бездействието е нарушение на повелителна правна норма*”.

Съгласно чл. 6, ал. 1 от Директива 2014/57/ЕС извършването и съучастието в престъпленията, свързани със забраната за търговия с вътрешна информация, трябва да бъдат регламентираны в националните законодателства на България и Германия. Немският законодател регламентира извършителството и съучастието в чл. 25 и сл. от

наказателния си кодекс. Тъй като търговията с вътрешна информация в немското право има характер на административно нарушение, чл. 25 и следващите от StGB се прилагат във връзка с чл. 14 от OWiG (Закона за административните нарушения). По този начин немският законодател е изпълнил задължението си по чл. 6, ал. 1 от Директивата за регламентация в националното си право. Мнението в литературата е единодушно, че изричната регламентация на извършителството и съучастието в рамките на търговията с вътрешна информация не е необходима.

§ 4. Отговорност на юридическите лица и на персоналните дружества

В параграфа се разглеждат нормативните разпоредби в двете страни, свързани с отговорността на юридическите лица и персоналните дружества. Европейският законодател в чл. 8 и чл. 9 от Директива 2014/57/ЕС изисква държавите членки да гарантират отговорността на юридическите лица. В посочените разпоредби отговорността се отнася изрично до случая на търговия с вътрешна информация, която трябва да се извършва *в полза на* юридическото лице. Понятието юридическо лице трябва да се разглежда по-широко, отколкото в българското и германското законодателство. Това включва по-специално и правоспособни персонални сдружения. Въпреки че юридическите лица по смисъла, който влага Директивата в понятието, не са наказателноотговорен субект в германското наказателно право, немското законодателство все пак изпълнява тези изисквания чрез разпоредбата на чл. 30 OWiG. Това е административно нарушение, което е насочено директно срещу юридическото лице и се наказва с глоба в определен размер. Българският законодателен орган регулира отговорността на юридическите лица по сходен начин. Наказателна отговорност може да бъде търсена само от физическите лица, които са действали от името или в интерес на юридическото лице. Все пак ЮЛ носят административнонаказателна отговорност, която е регламентирана в Закона за административните нарушения и наказания. Регламентацията е остаряла и не отговаря напълно на нуждите на гражданския оборот, съответно не отменя необходимостта от цялостно уреждане на института на корпоративната отговорност. Въпреки това може да се счита, че България е изпълнила изискването на чл. 8 и чл. 9 от Директивата, защото се предвижда възможността юридическите лица да носят отговорност. Чл. 83 от ЗАНН гласи, че в предвидените в съответния закон, указ, постановление на Министерския съвет или наредба на общинския съвет случаи на юридически лица и еднолични търговци може да се налага

имуществена санкция за неизпълнение на задължения към държавата или общината при осъществяване на тяхната дейност.

За разлика от наказателното право, тук не се търси вината на юридическото лице, тъй като то не може да действа виновно, *отговорността е обективна* и е достатъчно да се установи фактическото нарушение на нормативно установените задължения. В този случай ще бъде наложена имуществена санкция на самото юридическо лице, а не на физическите лица, които са извършили или допуснали закононарушението и този въпрос не е необходимо да бъде установяван за целите на корпоративната отговорност. Такива нормативни задължения и отговорност при нарушаването им предвижда например чл. 23, ал. 2 във вр. с чл. 24, ал. 2 от ЗППЗФИ, който регламентира, че при нарушения на определени норми от Регламент ЕС № 596/2014 на юридическите лица и едноличните търговци се налагат имуществени санкции в определен размер по реда на ЗАНН.

§ 5. Гражданскоправна защита при нарушения, свързани със злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари

В параграфа се разглежда гражданскоправната защита при нарушения, свързани със злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари. Както вече беше обсъдено няколко пъти и ясно си личи от чл. 4, ал. 3 ДЕС, европейският законодател предвижда само административни и наказателни санкции за вътрешна търговия. Независимо от това следва да се даде отговор на въпроса дали от общите принципи на европейския законодател и неговата съдебна практика не може да се изведе задължение за функционална еквивалентност, което води след себе си въвеждането на гражданска отговорност. В параграфа се разглежда и въпроса кои съществуващи норми на гражданското право в българското и германското законодателство биха могли да предложат основание за отговорност и обезщетяване при забрана за вътрешна търговия. Също така тук ще бъде направено сравнение между българските и германските правни норми и ще се анализира обхватът на правната защита. Не на последно място, се изследва дали само трите стълба на закона гарантират всеобхватна правна защита за отделния инвеститор или дали предвидените от европейския законодател норми на наказателното и административното право осигуряват достатъчна защита.

Държавите членки обикновено са задължени съгласно чл. 4 от ДЕС да гарантират спазването на законодателството на Съюза и да санкционират евентуалните нарушения без изключение. Тази възможност за санкциониране важи както за европейските

директиви, така и за регламентите. При това е без значение, че те се прилагат директно в отделните държави членки и че посредством прилагането им директно се стига до правно преследване. Дори когато европейското законодателство се прилага директно, отделните държави са длъжни да създадат *цялостна* правна основа за прилагането на съответните регламентации. В конкретния случай на борба с търговията с вътрешна информация това би означавало прилагане на MAR в националното административно право и CRIM-MAD в националното наказателно преследване. Българският законодател е изпълнил административното си задължение с въвеждането на Закона срещу пазарни злоупотреби с финансови инструменти, а регламентирането на наказателноправното преследване с въвеждането на чл. 260а, б, в НК. Германският законодателен орган от своя страна е изпълнил задължението си с въвеждането на § 119 I, III WpHG. Видно е, че *гражданската* отговорност при вътрешна търговия не е изрично разпоредена от европейския законодател. Още повече такава би могло да се очаква на базата на основни правни принципи или постоянната съдебна практика на Съда на ЕС.

Законът за търговия с ценни книжа (WpHG) представлява основната регламентация, когато става въпрос за отговорност на капиталовия пазар. Особено важни и много обсъждани в този контекст в германското законодателство са чл. 97 и чл. 98 от WpHG. Чл. 97 от WpHG предоставя право на обезщетение при незабавно несъобщаване на публикувана вътрешна информация. От друга страна, чл. 98 от WpHG регламентира възможността за получаване на обезщетение при публикуването на невярна информация, която е повлияла на решението за покупка на отделния инвеститор. Паралелната регламентация в България би трябвало да се съдържа в Закона за публично предлагане на ценни книжа, в който обаче няма изрично регламентиране на злоупотребата с вътрешна информация по този начин. От друга страна, в българското законодателство с цел въвеждане мерките за изпълнение на Регламент (ЕС) № 596/2014 и актовете по прилагането му се приема Законът за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти (ЗПМПЗФИ), който отменя дотогава действащия Закон срещу пазарни злоупотреби с финансови инструменти. Докато старият закон изрично забранява неподходящото разкриване на вътрешна информация, както и използването на вътрешна информация за собствена изгода, новият закон не съдържа такава изрична разпоредба, но поради директното прилагане на Регламент (ЕС) № 596/2014 това не е и необходимо. Българският законодател скрепява приложението на Регламента с принудителни административни и административнонаказателни мерки, но запазва мълчание по отношение на възможността за търсене на обезщетение. За

съжаление, българският закон не предвижда право на самостоятелна претенция за обезщетение. Единствената норма, в която увреденото лице се споменава е чл. 23, ал. 6, която предвижда *доходите, придобити в резултат на нарушението, да се отнемат в полза на държавата в степенята, в която не могат да бъдат възстановени на увредените лица.*

В обобщение трябва да се отбележи, че досега в европейската и германската литература извличането на частноправната деликтна отговорност от текста на чл. 14 MAR се отрича. Тази гледна точка е трудна за следване, тъй като българският или германският законодател би осигурил специална и самостоятелна гражданскоправна разпоредба за такива нарушения. Разбира се, така остава на отделните държави сами да въведат целенасочени правила, но дотогава в интерес на правоприлагането трябва да се запази благоприятното за кредиторите тълкуване на националните гражданскоправни норми. Само тогава режимът на прилагане на забраната за вътрешна търговия ще бъде последователно прилаган и усъвършенстван.

§ 6. Административни мерки за борба с търговията с вътрешна информация

Последният параграф от трета глава анализира възможността за реакция срещу търговията с вътрешна информация в рамките на административното право. Фокусът е насочен върху това кои правни норми и кои институции помагат да се осигури ефективна и цялостна защита срещу търговията с вътрешна информация. При разглеждането на институциите задълбочено внимание се обръща на ролята на Фондовата борса и държавните финансови надзорни органи в двете държави и, разбира се, придружаващите правни норми, които представляват последица от въвеждането на Регламент (ЕС) № 596/2014.

БФБ упражнява надзорна дейност върху участниците си, като това нейно правомощие е регулирано в част пета от ПДБФБ. Надзорът се изразява в два етапа на въздействие, а именно - надзорно установяване като извършване на проверки по чл. 15 – 18 ПДБФБ и надзорно въздействие съгласно чл. 19 - 24 ПДБФБ. Важен елемент от налагането на санкцията при нарушения е съвместната работа и обмяната на информация с Комисията по финансов надзор, както предвижда чл. 17 ал. 2 ПДБФБ. За разлика от Комисията за финансов надзор БФБ не може да налага или взима нито административни, нито принудителни административни мерки. От особено значение за настоящия дисертационен труд е фактът, че забраната на търговия въз основа на вътрешна

информация, както и нейното преследване, респективно санкциониране, са изрично регламентирани в чл. 78, ал. 1, т. 4а. в Част 4 от Правилника за дейността на Българска фондова борса.

Като специализиран държавен орган независим от изпълнителната власт, който от гледна точка на борбата със злоупотребата на вътрешна информация при капиталовите пазари преобладаваща роля играе надзорната компетентност на КФН, а именно правомощието за надзорно установяване и правомощието за надзорно въздействие. Комисията играе важна роля за постановяването на превантивни и репресивни мерки за преследване на злоупотребите на капиталовите пазари. Заедно със санкционните правомощия на Комисията такива са предоставени и на заместник-председателя, ръководещ управление „Надзор на инвестиционната дейност“.

Проучванията и на двете законодателства показват, че както България, така и Германия са приложили своевременно изискванията на европейския законодател и по-конкретно чл.14 и 15 MAR. Регламентацията в България се характеризира с това, че преследването и предотвратяването на злоупотреби е регламентирано до най-малкия детайл. Германският законодател, от друга страна, предвижда основни превантивни и разследващи правомощия на BaFin. Точното вътрешно разделение и разпределение в рамките на BaFin е оставено на собствената му регламентация.

В структурно отношение Законът за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти е разделен на две основни части. 1. Общи положения като цели, ред за съобщаване на нарушенията. 2. Втората част на закона съдържа преследването на противоправните дейности, което е регламентирано в главите Принудителни административни мерки (чл. 20 в чл. 20 ЗПППЗФИ и следват обичайната законодателна техника на градация спрямо тежестта на нарушението и, както е обичайно, има предвидени различни мерки с превантивна, преустановителна и възстановителна функции) и Административно наказателни инструменти.

Чрез ЗПППЗФИ и ЗКФН българският законодател успешно и прецизно е разпределил компетенциите, въвел е изискуемите срокове и, не на последно място, е задал точни изисквания как се водят отчетите, регистрите, как се съобщава за извършено нарушение. Като предложение за подобрене Струва си да се обмисли и възможността БФБ и БНБ да отправят публични предупреждения, които по възможно най-бързия начин да съобщават извънредните новини или съмнителни случаи на инвеститорите и другите участници на фондовата борса, както и за въвеждане на разпоредба, която да позволи лицензът да бъде „замразен“ временно до приключване на разследванията, за да се

ограничат щетите. Друго съображение от съдебната практика би било временно отнемане на лиценза или забрана за търговия на борсата в случай на липсващо или ненавременно отчитане или изпълнение на задължения. И на това място в закона има поле за още развитие и подобрене.

Федерален орган за финансов надзор – BaFin – публично правна институция със седалище в Бон и Франкфурт на Майн. Тя подлежи на правен и технически надзор от страна на Федералното министерство на финансите. Общи правомощия – всички действия на участниците на капиталовите пазари, които биха могли да нарушат правомерното извършване на търговия с финансови инструменти. Във връзка с изложените правомощия на BaFin в немската съдебна практика и литература съществува спор дали BaFin има правото да следи за спазването на всички законови и подзаконовни разпоредби, включително и европейското законодателство. Съдебната практика на немският Върховният федерален адм, съд изхожда от факта, че BaFin има тези правомощия, като право да следи и за спазването на евр. законодателство. За разлика от това в немската правна литература има спорни мнения по въпроса дали нормата трябва да се разбира като вид генерално упълномощаване и по-конкретно дали BaFin има право да се намесва и в случай на нарушения на правото на ЕС без изрично възлагане от националните и европейските законодатели. Според автора на настоящата дисертация, доколкото европейският законодател е оставил въпроса за компетентността и мащаба на отговорността отворен, то той трябва да се разбира в смисъла, че способите и правомощията за разследване, както и за намеса трябва да бъдат уредени от компетентния национален орган, а в случая на Германия това е BaFin. Всичко друго би довело до възможност за спекулации и би улеснило злоупотребата, тъй като, след като компетентността е поставена под въпрос, прилагането на закона също не е сигурно. Разследващи правомощия – BaFin е единственият германски държавен административен орган, който има правомощието да извършва надзорна дейност, свързана с борбата с търговията с вътрешна информация на капиталовите пазари - чл. 6, ал. 1, т. 1, ал. 2, т. 1 и ал. 5 WpHG. Нейните правомощия се разделят на три основни групи: право на информация, задължение за предоставяне на информация и документи, правомощие за извършване на проверка, право на достъп и правомощие за претърсване, както и правомощие за изземване.

Съдебната практика и наказанията, които са наложени до момента, показват, че България има по-широка политика и приложение. Липсата на масови манипулации на

пазара и случаи на големи злоупотреби показват, че Комисията за финансов надзор изпълнява задачите си успешно и че в закона не се откриват лесно възможни вратички. Германският BaFin, от друга страна, показва със скандала Wirecard AG, че не само има огромни дефицити в прилагането на закона, но и че вътрешната регламентация на органа е изключително несъвършена, ако дори собствените му служители са замесени в голям икономически скандал чрез информация за вътрешна търговия. Предстои да видим с какви поправки и предложения ще излезе свиканата комисия на Бундестага и доколко ефективно приложение ще намерят те.

Немският законодател залага споменатите цели в един единствен закон -WpHG, докато българският законодател се възползва от един централен и три допълнителни закона Закон за комисията за финансов надзор, Закон за публично предлагане на ценни книжа, Закон за пазарите на финансови инструменти и Закон за дейността на колективните инвестиционни схеми. Сходно е това, че и двете комисии изпълняват своите задължения в качеството си на държавни институции. Надзорната дейност на КФН е както и при BaFin и се развива на два етапа – установителен и въздействащ. Установителните правомощия на BaFin включват и възможността при обиск и проверки на място да бъдат иззети и задържани важни фирмени документи и носители на данни - чл. 6, ал. 12, 13 WpHG, докато КФН може да направи само проверка на място. Втората разлика е в това, че горепосочените правомощия се възлагат само със съдебно постановление освен ако няма опасност от потушаване и укриване. Установителните правомощия на BaFin включват и възможността при обиск и проверки на място да бъдат иззети и задържани важни фирмени документи и носители на данни - чл. 6, ал. 12, 13 WpHG, докато КФН може да направи само проверка на място.

В анализ на изложената дотук информация може да се каже, че българският законодател по-прецизно е интегрирал задълженията си за оповестяване. Първо – способите за подаване на информация са два - регистър и интернет. Също така българският законодател, посредством излагането на мерките за противодействие и въздействие, показва транспарентност и поема отговорност към общността. Тук ясно може да се препоръча на германския законодател да прецизира информацията, която се предоставя на участниците на капиталовите пазари, което със сигурност би довело до повишаване на доверието на участниците на капиталовите пазари. Също така воденето на регистри носи позитивите на възможността за архивиране и втори източник на информация. В Германия задължението за архивиране на такъв вид информация е 30 години, докато публикуването на интернет страницата е максимално 6 месеца.

Мерките на ВаFin представляват административен акт. Следователно, в случай на нарушения на закона както физическите, така и юридическите лица имат право да прибегнат до административно правни средства съгласно чл. 45 и сл. от VwGO. За разлика от българския законодател, германският прави изключение от разпоредбата за правна защита. Изключението се отнася единствено до мерките във връзка с разследващите правомощия на Ваfin. Това е разпоредбата на чл. 6, ал. 12 WpHG. По този начин законът предвижда, че за претърсване и изземване се изисква съдебно разпореждане освен в случаите на непосредствена опасност. Другият важен въпрос, който е доста дискутиран в немската правна литература, е въпросът как да се процедира с правото на физическите лица да откажат да свидетелстват в борбата срещу търговията с вътрешна информация и други нарушения на закона на капиталовите пазари. В тази връзка възниква въпросът как да се справяме със случаите, в които роднини и служители на юридически лица трябва да предоставят документи, които сами могат да ги уличат в престъпление, но същевременно спомагат за разкриването на злоупотреби с вътрешна информация. Забраната на само уличаването важи ли и тук? Една част от гласовете в литературата е на мнение ако се съгласим с възможността на мълчание, то по този начин много ефективно може да се спре възможността за събиране на документи и информация, които биха довели до санкциониране на даденото юридическо лице. Според множество автори по този начин умело се спира преследването на юридически лица и техните нарушения, тъй като документите които трябва да бъдат предоставени, малко или много винаги са свързани с факти и информация на физически лица. В този пример отново ясно се виждат последиците от едно непоследователно законово регулиране от германския законодател.

5. Заключение

В заключението на дисертационния труд са обобщени направените в хода на изследването изводи, на база които се правят предложения за законодателни промени с цел усъвършенстване на националното ни законодателство и привеждането му в съответствие с действащите нормативни актове, които регулират материята на правната защита срещу злоупотребата с вътрешна информация при капиталовите пазари.

III. НАУЧНИ И НАУЧНО-ПРИЛОЖНИ ПРИНОСИ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Научни приноси:

1. Направен е преглед в историческото развитие на законодателството срещу злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари в България и Германия.
2. Извършен е анализ на нормите в правото на Европейския съюз, съдържащи забрана за злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари.
3. Разгледани са промените в националните законодателства, след въвеждането на Регламент (ЕС) № 596/2014 за борба с търговията и злоупотребата с вътрешна информация.

Научно-приложни приноси:

1. Направен е преглед на въвеждането на нормативната база за защита и регулиране на търговията на капиталовите пазари в България и Германия преди и след въвеждането на Регламент (ЕС) № 596/2014.
2. Установено е приложението на Регламент (ЕС) № 596/2014 в двете страни.
3. Извършен е сравнителен анализ между законодателствата на Република България и Федерална република Германия.
4. За първи път са установени пропуски при приложението на Регламент (ЕС) № 596/2014 в отделните страни, което е особено видно при възможностите за обезщетение на индивидуалния инвеститор, както и в случая на пряка отговорност при управлението на капиталови търговски дружества.
5. Формулирани са предложения *de lege ferenda*, насочени към усъвършенстването на българското законодателство.

IV. НАУЧНИ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИЯТА

По темата на дисертационния труд могат да бъдат посочени следните научни публикации:

1.Необходимостта от създаването на Регламента относно пазарната злоупотреба и влиянието на решението Spector Photo Group, публикувано в списание „Бизнес и Право“ УНСС, България, брой 3, 2021 г.

2. Граници на естествената единица на действие в случай на многократни нарушения на разпореждане; Настъпването и последиците от давностния срок за наказателно преследване в административното производство, (Grenzen der natürlichen Handlungseinheit bei wiederholten V erstößen gegen eine Unterlassungsverurteilung; Eintritt und Folgen der Verfolgungsverjährung im Ordnungsmittelverfahren) публикувано на 28.05.2021 в списание IWR – Internationales Wirtschaftsrecht, Deutschland

3. Международна компетентност на съдилищата на мястото на седалището срещу искания за възнаграждения, произтичащи от адвокатски договор с чуждестранен контакт (Internationale Zuständigkeit der Gerichte am Ort des Kanzleisitzes für Vergütungsforderungen aus einem Anwaltsvertrag mit Auslandsberührung) публикувано на 21.01.2022 в списание IWR- Internationales Wirtschaftsrecht, Deutschland.

UNIVERSITY OF NATIONAL AND WORLD ECONOMY FACULTY OF LAW
DEPARTMENT "Public Legal Studies"

Ms. Anna Tönies - Bambalska

**LEGAL PROTECTION AGAINST INSIDER DEALING IN CAPITAL MARKETS
UNDER BULGARIAN AND GERMAN LAW**

ABSTRACT

dissertation for the award of the degree of Doctor of Education and Science.

Supervisor:

Professor. Valery Dimitrov

Sofia, 2024

The dissertation was discussed on 10.04.2024 at a meeting of the Departmental Council of the Department of Public Legal Studies at the Faculty of Law of the UNWE - Sofia under the guidance of Assoc. Dr. Nina Chilova, and is directed for public defense before a scientific jury composed of:

Internal members:

Assoc. Prof. Dr. Nina Stefanova Chilova, Assoc. Prof. Dimitar Radev Radev, Assoc. Prof. Dr. Svetla Marinova Kaneva, Assoc. Prof. Dr. Hristo Yordanov Paunov, Assoc. Dr. Ilonka Kirilova Pesheva - Goranova, Principal Asst. Dr. Neli Georgieva Radeva, Asst. Dr. Victor Iliev Ivanov, Principal Asst. Dr. Stefan Olegov Radev, Principal Asst. Dr. Stoycho Lalkov Dulevski, asst. Dr. Goran Nikolaev Goranov, asst. Dr. Suleiman Halimov Bashov, Prof. Dr. Valery Dimitrov, Assoc. Prof. Dr. Nadezhda Hristova

External members

The author of the dissertation is a PhD student at the Department of Public Legal Studies at the Faculty of Law of the UNWE - Sofia.

The defense of the dissertation will take place on 17.06.2024 at 10 a.m. in the Scientific Council Hall of the University of National and World Economy - Sofia. The meeting will take place at the open meeting of the scientific jury.

The defense materials are available to interested persons in the Scientific Councils and Competitions Sector and on the website of the University of National and World Economy <http://www.unwe.bg>.

ACKNOWLEDGEMENTS

I would like to express my sincere thanks and deep respect to my supervisor Prof. Valeri Dimitrov for the consistency and responsibility, for the critical sense and intelligence in the implementation of my research work, for the friendly and at the same time highly professional attitude.

Finally - gratitude and respect to all the lecturers in the Department of Public Legal Studies who believed in my abilities and trusted me as a PhD student of the UNWE, critically evaluated the dissertation and gave me their comments and recommendations during the discussion of the dissertation.

I. GENERAL CHARACTERISTICS OF THE DISSERTATION 1. Relevance and Significance of the Study

The financial crisis that began in the autumn of 2007 is hitting the global economy across the board. Several countries, such as the United States of America and some countries in the euro area, such as Spain and Greece, are on the verge of financial collapse. Their participation in the financial markets is being maintained only thanks to the receipt of stabilizing financial packages and a global restructuring of their economies.

This kind of financial depression calls for a comprehensive rethinking of the obligations of all participants in the global economy, with the focus on the banking sector. One of the leading expert reports on the causes of the financial crisis concludes that part of the main preconditions for the onset of such a financial meltdown lies in the lack of obligation of banks and closely related institutions to exchange and provide generally relevant information in a timely manner. It has also been found that, to a large extent, the misuse of non-public information has driven many corporations and consumers into investments that were doomed to loss from the outset.

The relevance of the present work is determined by the fact that in response to the problems outlined above, the legislators of many countries are introducing new legislation and reforming their existing laws. Their main objective is to create transparency in the exchange of important

information, to clarify the obligations of banks in their participation in financial markets, and to facilitate the exchange of generally relevant information.

The choice of German law for the study is determined by the fact that in the Federal Republic of Germany the fight against this type of abuse has been known for decades and is strongly enforced in all branches of law. One of the leading arguments for comparison with the German legislation is the fact that the Bulgarian legislation is generally dominated by several solutions also laid down by the German legislator. Clear examples of this are the Commercial Law of the Federal Republic of Germany (Handelsgesetzbuch) and the law of contract.

2. Object, purpose, objectives, and methodology of the study

The subject of this dissertation is legal protection against insider trading in capital markets.

The subject of the dissertation is the Bulgarian and German legislation related to the prevention of insider trading in capital markets.

The aim of the dissertation is to establish what is the legal framework in the Republic of Bulgaria and whether the law provides sufficient protection. In this regard, the author examines the motives and the changes imposed in the laws so far, with a particular focus on the Market in Financial Instruments Act (MiFIA), the Financial Supervision Act (FSA), the Public Offering of Securities Act (POSA), the Special Purpose Vehicles Act (SPVIA), the Act against Market Abuse of Financial Instruments (AMFIA), as well as the regulations related to this type of protection. Finally, the study focuses on the ways in which the Bulgarian legislation adopts the ideas of the European legislator.

To achieve the set goal within the dissertation the following **tasks** were performed:

1. To examine the historical development of the legislation of the Republic of Bulgaria and the Federal Republic of Germany.
2. To give an overview of the introduction of certain legal provisions related to the prevention of insider dealing in capital markets and to set out the reasons for their adoption by the legislator.
3. To study the current legal framework of the European Union, the Republic of Bulgaria, and the Federal Republic of Germany.
4. To highlight the similarities and differences between the two legislations.

5. To formulate de lege ferenda proposals aimed at improving Bulgarian legislation.

Several basic **research methods** are used to accomplish the set tasks - analysis and

synthesis, induction, deduction, comparative analysis, logical approach, systematic approach, and comparative legal analysis. The use of comparative legal analysis between the legislation of the Republic of Bulgaria and the Federal Republic of Germany allows reaching conclusions on the degree of development of the Bulgarian legal framework and highlighting its advantages and disadvantages. This type of comparison enables the author to formulate de lege ferenda proposals aimed at improving the Bulgarian legislation.

The scientific research was carried out based on **the main legal sources** in the field of legal protection against insider dealing in capital markets, which include acts of the European Union, regulations of our national legislation and regulations of the legislation of the Federal Republic of Germany.

3. Practical significance of the thesis

This dissertation has practical value for law enforcement, which is expressed in the detailed study and establishment of the regulatory framework in the Republic of Bulgaria related to the prevention of insider trading in capital markets and the provision of sufficient protection under the law. The conclusions formulated in the dissertation have practical application for *lawmaking*, which is expressed in the identification of similarities and differences between the two legislations and the formulation of concrete proposals de lege ferenda aimed at improving the Bulgarian legislation.

The dissertation reviews the introduction of the legal framework for the protection and regulation of trading on capital markets in Bulgaria and Germany before and after the introduction of Regulation (EU) No. 596/2014 and in particular Article 14 MAR and, finally, its application in the individual countries.

4. Volume and Structure of the Dissertation

The dissertation is written in Bulgarian and has a length of 249 standard pages, including a table of contents of 4 pages, a list of abbreviations of 2 pages, 3 appendices with a total length of 5 pages and a bibliography of 18 pages. The dissertation contains 412 footnotes. The bibliography

includes 289 titles, of which 79 in Bulgarian and 210 foreign. References are made to important methodological guidelines of national and European authorities concerning the regulatory framework related to the prevention of insider dealing in capital markets.

Structurally, the thesis consists of an introduction, three chapters, a conclusion, a list of abbreviations used, appendices and a bibliography. Each of the chapters contains separate paragraphs, each of which is in turn subdivided into separate headings with bullet points and sub-points.

II. CONTENT OF THE DISSERTATION

1. Introduction

The introduction of the thesis discusses the relevance and importance of the issue of preventing insider trading in capital markets. The choice of a comparative analysis between the legislation of the Republic of Bulgaria and the Federal Republic of Germany is justified. The parameters of the study are defined, including the aim, objectives, and methodology.

2. Chapter I. Historical overview of the creation and development of the legislation regulating the fight against insider dealing in capital markets

§ 1. Historical Development of the Legislation against Insider Trading in the Republic of Bulgaria

This paragraph examines the historical development of the law against insider trading up to 1990 and analyses the laying of the first legal foundations. **It is established that one of the first laws related to the regulation of the rights and obligations of capital market participants was related to the establishment of the first Bulgarian stock exchange. The first steps and general provisions in the period from 1907 to 1912** are examined. Bulgarian capital markets emerged in the first years of the 20th century. The beginning was set with the adoption of the first law, which aimed to create the shape and structure of the newly introduced economic instrument. The **first Stock Exchange Act was adopted in 1907** and regulated the structure and operation of the Stock and Commodity Exchanges in the country, and along with it the state control and intervention in the activities of the exchanges. In 1912, a legal change occurred. The new law, in Articles 11 and 12, provided for **direct state control of the exchanges in Bulgaria to be exercised by state officials.** They could now suspend the

implementation of the decisions of the board of directors of the stock exchange until the Minister of Finance had given his opinion, i.e. new, broader powers were granted: to suspend and, in the event of confirmation by the Minister of Finance, to annul the decisions of the stock exchange management.

An interesting part of the creation and development of stock exchange statutory regulations was the creation of the so-called *Conciliation Court of the Stock Exchange* with the 1912 amendments to the Act. The Exchange Conciliation Court is convened *on an ad hoc basis* and **has no permanent membership other than the chairman of the court, who** is chosen from one of the deputy chairmen of the Exchange's governing body. In the event of disputes, each of the parties concerned shall elect one of its representatives from a list drawn up for that purpose. If one of the parties does not exercise its right to elect its representative, the election shall be by lot. The legislator also provides for the possibility of resolving disputes by a decision of a single-member court if both parties concerned agree to this.

Chapter Eight, "Criminal Provisions," of the 1912 Exchange Act is most relevant to this scholarly study of the law governing insider trading in the capital markets. **It enumerates the penalties for violations of exchange laws. The penalties provided for are imprisonment and a fine of up to BGN 15 000 for persons who,** for their own or another's benefit, fraudulently influence stock quotations of securities or commodities. Such penalties also apply to unauthorized acts of manipulation in the trading of notes, banknotes, and foreign coins. Similarly, **persons who provide false information in a prospectus to have a security admitted to trading on a stock exchange are also punished.** The same applies to persons who disseminate such information for the purpose of manipulating stock exchange quotations.

The paper discusses the issues related to the establishment of the **Sofia Stock Exchange**. **Two years later, after the adoption of the new Stock Exchanges Act of 1912, the initiative to establish a stock exchange in Bulgaria began to develop and on 15.04.1914, by Decree No. 7, King Ferdinand I authorized the establishment of the first stock exchange in Bulgaria - the Sofia Stock Exchange. According to Article 116 of the 1912 Law, a commission was established for "the foundation or establishment of an exchange".** This committee was tasked with admitting the members of the stock exchange corporation and dissolved itself after the election of the board of directors by the general assembly of the stock exchange. **Unfortunately, the foundation of the Sofia Stock Exchange coincided with the outbreak of the First World War on 28.07.1914,** in which Bulgaria was involved on the side of the

Central Powers. This fact largely blocked the activities of the exchange. **For this reason, 18 meetings of the Board of Directors were held in 1914 and information was collected on the joint stock companies in the country to facilitate the work of accepting trading and quotations on the Exchange. After the national mobilization was announced on 10.09.1914 even this activity was discontinued. In the period from 1915 to 1917, stock exchange activity was severely restricted and hampered.** Due to the war situation, the Exchange's board of directors focused on creating documents and rules that would help its existence and further functionality. It was decided that the real operation of the Exchange and its opening would take place after the war was over. The above circumstances make it understandable that there was no speculation or abuse on the exchange in the period from 1915 to 1917. The focus of business and industry was in not losing due to the war and the tottering politics its capital entirely. **In 1916 and 1917 the Bulgarian Stock Exchange did not show much development and strong activity.** It remained on rent in the premises of the Chamber of Commerce and Industry. The Board of the Sofia Stock Exchange worked tirelessly to activate and strengthen its activities.

The paragraph discusses the development of the Sofia Stock Exchange from 1918 to 1947, as well as the changes in stock exchange law and legislation until 1947. According to the decree of its establishment, the Sofia Stock Exchange is a trading platform where members of the stock exchange corporation and stock exchange intermediaries meet, enabling them to buy and sell public and private securities. **It began its real activity in January 1918, initially trading shares of only 21 companies. In 1922, the Rules of the Exchange were adopted, which regulated its management and structure, membership requirements, and the order and conduct of stock exchange sessions.** In 1933, adverse economic developments continued. However, **the country managed to achieve a positive trade balance, which could be observed until the outbreak of the Second World War in 1939.** All this is due to the continued growth of exports. **In the period from 1940-1944, due to the specifics of the military and political situation, trade, and all exchange operations of the 21 countries involved were determined by Germany.** Consequently, foreign trade was strictly oriented towards Germany. **It is important to emphasise that, even under martial law, 1940 was the first time that insider trading was found in Bulgaria.** At the beginning of 1940, preliminary information on the fixed-income segment leaked out. The forthcoming increase in the interest rate on government loans, made by a decision of the Council of Ministers on 04.03.1940, became known, leading to a strong increase in bond prices¹.

Information on the development and activities of the Sofia Stock Exchange in the period 1942-1947 is rather scarce. The only information on this period was found by the author of the dissertation by studying the minutes of the *"Exchange Committee"* and the *"Official Exchange List"* and the 1947 BNB report. Most of the information on the subject, stored in the City Library and the National Library, was destroyed in the bombing of Sofia. **The Sofia Stock Exchange was finally closed at the end of 1947 by the Banking Act passed by the Grand National Assembly, Article 7 of which repealed the Stock Exchange Act and the Regulations of the Sofia Stock Exchange. Based on Article 45 of the Banking Act of 1947 and after the closure of the Sofia Stock Exchange, the "Regulations of the Stock Exchange Office" at the Bulgarian National Bank - Sofia were adopted.** The Stock Exchange Office started its work on 17.02.1948 and for the ten months of its activity in the current year registered transactions with securities for 160 million leva. In the meantime, by Letter No. 2800/14.05.1948 of the Ministry of Finance to the Bulgarian National Bank, it was announced that the State became the legal successor of all assets and liabilities of the Sofia Stock Exchange and the main material asset - the Stock Exchange building, passed to the Ministry of Trade⁴. The withdrawal of the Stock Exchange building effectively ends its history. As a result of the political and economic changes in the country, Bulgaria revived its stock exchange activities only in the early 1990s.

The second part of the first paragraph deals with **historical developments after 1990**. The collapse of the communist bloc in the late 1980s led to the beginning of radical economic reforms in Bulgaria. Their aim was to shift the economic system from a centrally planned economy to a market economy. The 7th **Grand National Assembly adopted the *Commercial Law in 1991***, thus creating the conditions for the restoration of the capital market. **In the same year, the First Bulgarian Stock Exchange (BSE) was established in Sofia as a joint stock company.**

The Bulgarian Stock Exchange - Sofia AD is a public company and is currently the only stock exchange operating in Bulgaria. Its activity is licensed and strictly monitored by the **Financial Supervision Commission**. The purpose of the company is to create an opportunity or platform on which trading in financial instruments can be carried out in a strictly regulated manner.

⁴ Ivanchev (2014), pp. 165.

Some 20 regional stock exchanges were subsequently established, but the capital market is **still unregulated and operates without clear rules. This changed with the adoption of the Law on Securities, Stock Exchanges, and Investment Companies in 1995.** It also established a **special securities market supervisor, the Securities and Exchange Commission (SEC),** to regulate and supervise the non-bank financial sector. The Bulgarian Stock Exchange later renamed the *Bulgarian Stock Exchange - Sofia AD*, and the Central Depository AD are also established. In 1997, the BSE was granted a license by the CSE to operate as a stock exchange, and trading in securities resumed. On the positive side, the period saw the open market trading of shares of over 1,000 companies, including shares from the first wave of mass privatization.

In 1999, the Public Offering of Securities Act (POSA) was adopted, which **repealed the existing Securities, Stock Exchanges and Investment Companies Act.** The new law creates conditions for effective investor protection, market stability and compliance with the principles of equal treatment of participants. No less important is the creation of transparency and irreversibility of transactions, which is a major indicator of security and success in the market.

An important milestone in the development of the stock exchange was the replacement of the SFC by a new regulatory body, the Financial Supervision Commission,

in 2003. The purpose of the commission is to regulate and supervise the activities of several non-standard financial sectors. The newly created authority is responsible for protecting the interests of investors, regulating the issuance and trading of securities, and the activities of investment companies, including pension funds and insurance companies. **In 2007, BSE-Sofia AD was admitted as a full member of the Federation of European Stock Exchanges (FESE),** which increased the interest of many foreign investors as only companies recognized by the European Commission and EU regulated markets are admitted.

The shape of the current national legislative framework on financial investment is taking shape in the first decade of the 21st century. The most important pieces of legislation are **the Law on Public Offering of Securities, the Law on Markets in Financial Instruments, the Law on the Activities of Collective Investment Schemes and Other Undertakings for Collective Investment and the Law on Special Purpose Vehicles.** In addition to the laws listed above, there are a number of subordinate regulations adopted by various public authorities. **In view of the subject matter of this study, the *Law against Market Abuse of Financial Instruments* should be mentioned as the main piece of legislation.**

The repealed Chapter Twelve of the Securities Act, called "*Unfair Trading*", regulates insider trading and market manipulation for the first time. The Bulgarian legislator borrowed this regulation from the legislations of countries with developed capital markets. The aim is to ensure the normal functioning of the securities market by protecting it from criminal attacks on its sovereignty and investors' confidence in it. The regulation consists in the definition of basic concepts - Article 158 of the Securities Act (repealed), and the introduction of prohibitions on certain actions and the conclusion of certain transactions - Article 159 of the Securities Act (repealed). For the **purposes of the repealed Article 158 of the CSSL, '*inside information*' means data** which is not required to be made public or which is protected until the company's internal regulations or the law itself provides for and requires that this type of information be made public. Second, it is required that such data relate to a public company or to an issuer of listed securities, or to the listed securities themselves, or to other such data if their public disclosure may affect the price of the listed securities. Thirdly, for information to be considered '*inside information*', it is necessary that there is a link between the public disclosure of the above data and the price of the securities traded on regulated markets, i.e. that the disclosure of the data is likely to affect the price of the securities.

The issue of **market manipulation** and bad faith trading on regulated markets has **also initially found legislative regulation in the Securities Act. The Legislatur does not provide**

a legal definition of the term "*market manipulation*". Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) was adopted in 2003. **At that time, Bulgaria was not yet a member of the European Union but undertook to transpose the Directive into domestic law. As a result, the Act against Market Abuse of Financial Instruments (AMFIA) was adopted.** By taking this step, Bulgaria has demonstrated its readiness to join the European Union, as well as its willingness to create legislation to regulate securities trading. **MiFID defines the concept of market abuse through its two varieties:**

- *insider trading and*
- *market manipulation in financial instruments.*

Article 1, § 1, point 1 of Directive 2003/6/EC contains the concept of inside information,

which is almost verbatim reproduced in Article 4, para. 1 MiFID. The characteristics of *'inside information'* can be inferred from this provision. First, it is information that is known to a limited number of persons or so-called *'insiders'*, which we will discuss below. The norm of Article 4 para. 4(1) of the MiFID Act refers to information which is not subject to disclosure at the relevant time, but which should become public at a later stage under Chapter Three, Section I of the MiFID Act.

In 2016, the current Law on the Enforcement of Measures against Market Abuse of Financial Instruments was adopted. The specific reason for the repeal of the old MiFID Act is Bulgaria's obligation, as a member of the European Union, to ensure the implementation of Regulation No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16.04.2014 on market abuse and to transpose EU Implementing Directive 2015/2392 of the Commission of 17.12.2015. The new Regulation 596/2014 regulates in a new way the prohibitions on insider dealing and market manipulation, the measures to prevent and detect insider dealing and market manipulation. Due to the direct effect of the Regulation, the matter is not regulated by a new national law, but Regulation No 596/2014 is directly applicable.

§ 2. Historical development of the legislation against insider dealing in Germany

The paragraph begins by providing a **historical overview up to 1990. Unlike other countries with established capital markets, where insider trading has long been regulated by legislation, Germany has long struggled to introduce regulation. The reason for the delay lies in the large number of proponents of the principle of self-regulation.** In their view,

insider trading and misuse is currently not of such great importance and volume as to need regulation. **In most cases, this problem can be addressed internally with the introduction of supervisory bodies or internal guidelines** that lead to the sanctioning of unfair behavior. Because of the foregoing, a form of self-regulation was observed in the early twentieth century. Nearly 2,000 banks undertook to regulate transactions with their associates in a way that would preclude possible insider abuse by revising the **terms and conditions in their contracts.**

Insider trading in Germany only became an issue in the post-World War II reconstruction phase when the economy found itself dependent on the means of self-financing and external financing.

The stock exchange increasingly played a central role in building the economy and stabilising it. In this regard, the government launched a consultative dialogue on the *"Draft Act of February 5, 1973, to amend the Exchange Act"*. Unfortunately, the reform of the Exchange Act was carried out without including a regulation to combat insider trading. The next attempt to regulate the problem presented was made in 1976 by Parliament's Working Party on Company and Corporate Law. They presented a draft law to combat abusive trading based on the Insider Trading Act, called the *"Protection from Unfair Foreign Exchange Transactions in Securities Act"*. All these efforts and partial successes have unfortunately not been able to lead to a definitive codification of the problem.

The second sub-paragraph of the paragraph introduces **Directive 2003/6/EC of 1989 on combating insider dealing and market manipulation and the Second German Financial Markets Promotion Act**. This is the **first** law in Germany that legally regulates the fight against insider dealing in capital markets. The European legislator required that the directive be implemented in national law by 1 June 1992. In Germany, it was introduced with some delay on 1 August 1994. **The core of the Second Financial Market Promotion Act is the Securities Trading Act (WpHG), Articles 12 et seq. and 38 et seq. of** which regulate the prohibition of insider trading and set out the relevant sanctions.

§ 3. Amendment to the Act on Combating the Misuse of Confidential Information

This paragraph presents the creation and entry into force of the European Directive on the fight against the misuse of confidential information and its implementation in German national law. The introduction of the Second Financial Market Support Act (**zweiten Finanzamtförderungs-gesetz**) brings about the possibility of even deeper and stricter control of capital markets in Europe. These two laws present an opportunity at both national and European level for a refinement and further development of European and national legislation.

The extremely dynamic development of the capital markets and its active monitoring by

the legislator leads to a tremendous modification of the already adopted legislation. On 11 May 1999, the European Commission therefore proposed the return of a regulatory framework for stabilising and monitoring the financial market, which, in its view, could be achieved by the creation of the directive on combating abuses on the capital **markets (Marktmissbrauchsrichtlinie)**. The directive in its latest version is aimed at the owners of

securities, which are most often acquired in the real estate market ("Commercial MBS") as well as in the securities market (Asset-Backed-Securities IBS). With this Directive, the European Council seeks to stabilise the capital markets and create confidence in the development and movement of the European financial markets. Directive 2003/6/EC has been repealed according to Article 37 of EU Regulation 596/2014 as of 03.07.2016² and replaced by a new one, namely Directive 2014/57/EU³.

The newly created Directive on combating capital market abuse is accompanied in its implementation by three implementing legal acts. It, like the previous Directive 2003/124/EC of the European Commission of 22 December 2003, provides guidelines for the implementation of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the European Council, closely related to the definition of concepts, namely what is abuse, what is confidential information, what is manipulation. The Directive also imposes strict guidelines on the means of exchanging confidential information in capital markets.

European Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 aims at defining the concept of inside or confidential information relating to securities in commodity transactions (Wareendiary), creating a catalogue of potential offenders of confidential information, the possibility of publishing transactions of a potentially speculative and rule-breaking nature. Soon after its entry into force, the supervisory authority investigated the first cases of insider trading and subjected them to prosecution. With the introduction of the Market Abuse Directive, German legislation takes on a new political shape. The so-called Law for the Improvement of the Protection of Investors and Security Holders (Anlegerschutzverbesserungsgesetz)

² Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (Market Abuse Regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC

³ Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (Market Abuse Directive) was created, which is the result of the integration of the Market Abuse Directive (Marktmißbrauchrichtlinie) and the integration of national legislation into the so-called Lamfalussy-Verfahren, which itself regulates prescriptions on the implementation of the Directive. The introduction of the two above-mentioned regulations is to be carried out by the German legislator by 30.04.2004. Here,

the above-mentioned reform contributes to a generic and at the same time **abstract definition of the concept of inside** information. It is no longer necessary to strictly differentiate between legally prohibited capital market activities which imply the misuse of confidential information and the strict requirements for ad-hoc communications (disclosure of information important for the capital markets).

The last major change to Article 15 A WpHG as of 20.01.2007 was necessitated by the **introduction of Directive 2004/109/EC, the so-called Transparency Directive**, respectively by the law transposing it into domestic law (das Transparenzrichtlinien bzw. Umsetzungsgesetz (TUG)). In this **context**, the legislator **redefines the obligation to publish inside information by introducing a declaration obligation in the Commercial Register**. The recent amendment of Article 15 A WpHG by the Financial Markets Directive and its transposing law of 16.06.2007 stipulates that only issuers will be held liable based on Article 15 A WpHG and in connection with their obligation to register and declare their activities with the Federal Financial Services Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin).

A few years later, the complementary Directive 2007/14/EC is adopted. Its main purpose is to **provide clarity** on the application of certain provisions of the Transparency Directive by giving specific guidance on its application. With the introduction of the Market Abuse Directive, German legislation takes on a new political shape. The **so-called Law on the Improvement of the Protection of Investors and Security Holders (Anlegerschutzverbesserungsgesetz) was created because of** the integration of the Market Abuse Directive (Marktmißbrauchrichtlinie) and the integration of national legislation.

At European level, the new Regulation on insider dealing and market abuse was adopted on 10.09.2013. It should be noted that it entered into force only 20 days after its publication in the official EU publication. Also of great importance is the prerogative nature of Article 36(2) of the IMR, which provides that certain provisions of the above Regulation will enter into force 2 years after its adoption.

3. Chapter II. The Market Abuse Regulation (REGULATION (EU) No 596/2014)

§ 1. Establishment of Regulation (EU) No 596/2014. Practical and legal significance

The paragraph analyses the creation of Regulation (EU) No 596/2014, Article 14 of which contains the only explicit provision in EU law prohibiting insider dealing on capital markets. In introducing the Regulation, the European legislator implemented its views on the prohibition of insider dealing, guided mainly by the *Spector Photo Group* judgment, even quoting the judgment quite literally in its reasoning for introducing the Regulation, namely, "...to preserve the integrity of capital markets and investor confidence, which can only be achieved when they are treated in the same way....".

The reasoning for the adoption of the Regulation states that insider dealing in capital markets is not a harmless phenomenon in well-developed economies. This type of misconduct is illegal and cannot be tolerated by the legal order. Relying on the *Spector Photo Group* decision, the Commission accepts that the primary purpose of the Regulation is to protect participants' confidence in the functionality and integrity of the capital market. At the same time, the European legislator sees a pressing need for the introduction of a uniform factual and regulatory framework of prohibited acts for all Member States. The explanatory memorandum to the Regulation points out that the differences in the legal frameworks and means of prosecution in the national laws of the Member States lead to difficulties in effectively imposing sanctions. Overcoming this problem will be achieved by creating a single factual structure as provided for in Article 14 of the Regulation. It sets out precisely and clearly the types of acts that are punishable. The aim of uniform sanctioning in the EU is to prevent a global meltdown or the so-called '*domino effect*' in the capital markets by providing certainty and stability. At the same time, prevention is also considered - with a global ban across the EU, capital markets are significantly less likely to fall back into a financial crisis as seen in 2007. On the other hand, an EU-wide ban leads to significantly greater efficiency in the exchange of data as well as in the prosecution of this type of violation. The foregoing leads to the conclusion that the introduction of the Regulation aims, and has been successful, to standardize the factual composition of the prohibited acts. In the long term, this leads to the achievement of the stated objectives: integrity, a level playing field and stability of capital markets.

The critical analysis of the Regulation helps to understand the legal concept of the legislator, which, by creating the new Regulation, aims to limit and prevent such infringements.

as comprehensively and effectively as possible. The study of the legislator's motives is also relevant to assess whether the Bulgarian legislator has effectively implemented the regulation of Regulation (EU) No 596/2014 in national legislation. In much of the literature, insider dealing in capital markets is considered a tort. The offence consists in an infringement of another's property. According to Article 14 of the Regulation it is prohibited:

- (a) *involvement* or *attempted* involvement in insider dealing;
- (b) *recommending* or *inducing* another person to engage in insider dealing;
- (c) the unlawful *disclosure* of inside information.

The question is, however, what is the nature of the infringement in the implementation of

the factual composition of Article 14 of the Regulation. From the point of view of criminal law, each of the acts described in Article 14 can be defined as a type of offence, qualified according to the manner of its execution. According to Article 14, para. "a", *the misuse* and *attempted* misuse of inside information is punishable. The same applies to Art. 14 para. "b" and "c". Since the Regulation regulates strictly certain acts which, by their very commission, lead to criminality, it can be concluded that Article 14 does not regulate *a resultant* offence. What is at issue here is an abstract tort damaging another's property. The abstract nature of the tort follows from the fact that it is impossible to predict how the capital market would react to the inside information. The proprietary nature of the tort is inferred from the fact that it ultimately affects (and more often even harms) another's economic interest. The misuse and abuse of inside information damages another's property in a manner prohibited by law.

The question of determining the court's jurisdiction when securities are traded on more than one exchange and the source of the insider information cannot be strictly determined is an interesting one. The complexity of the issue comes in cases where compensation is claimed by private parties, and it is not a question of realizing administrative criminal liability through the imposition of fines or financial penalties that are most often associated with this type of offence. The literature points to the domicile of the claimant or of the person directly concerned as the determinant of jurisdiction. If the misconduct is between two parties involved in the capital markets *with a domicile in the EU*, then Council Regulation (EC) No 44/2001 of 22 December 2000 applies anyway. The Regulation clearly defines the jurisdiction of the court in international disputes between nationals and institutions of two EU Member States.

It is also important to ask whether there are means and mechanisms to help inform other victims of this type of abuse that they have already been sued in the courts of a Member State of the European Union. Unfortunately, Regulation (EC) No 44/2001 does not provide for universal disclosure of actions brought or any other means of facilitating the exchange of such

information. In practice, it can be assumed that the issuer and the insider against whom proceedings are brought have an interest in informing the court seized that proceedings for the same offence have already been brought in another court. This would save the procedural costs of litigating cases with the same subject matter in different jurisdictions.

The question of the court's jurisdiction in cases where the victim has a connection with an EU Member State and the offender is in a third country is interesting. This hypothesis is of great practical relevance in the world of capital markets, as a very large proportion of large brokerages and investment firms are based in the US. To date, there is no established case law of the courts in Germany and Bulgaria on such cases. Due to the lack of recent case law, the German legal literature is of the opinion that case law relating to the jurisdiction of the courts in cases involving rating agencies can be applied to insider dealing offences.

In view of the above arguments in relation to the dispositive nature of liability for damages based on insider dealing, attention must be drawn to the fact that participation in the capital market and trading in securities is of a high-risk nature, which involves even the risk of total loss of the investment. This further confirms the conclusion that, when entering this type of trading, the risk must be calculated and anticipated. It should therefore not be assumed that the person taking that risk needs special protection. In fact, these arguments are to be found in the interpretative practice of the courts in the Anglo-Saxon and continental legal systems. At present, the European legislator is clear in its view that the primary function of the insider dealing prohibition is to protect the market and only then its participants. The private interest has a secondary right of protection and is not of such importance to the European legislator as is clearly expressed in the reasoning for the introduction of Article 14 of the Regulation. For now, proponents and opponents of dispositive standing can only critically observe the jurisprudence and development of the application of Article 14 of the Regulation. An opportunity for a change in enforcement would arise if it could be shown in a court case that the harm caused could have been avoided if there had been a possibility of agreement between the two parties.

Insider abuse and unjust enrichment are often associated with fraudulent activities. European case law and literature has not yet substantiated the view that insider dealing implies the commission of a fraudulent act. Due to the specificity of the act, namely the *misuse of* inside information on capital markets, the question arises whether it can be the subject of a fraudulent act leading to punish ability under the Bulgarian Criminal Code.

To fulfil the factual composition of Art. 1 of the Criminal Code, the abuse, namely the preferential knowledge of information, must *arouse* or *maintain a* misconception in the

participants of the capital markets. It is precisely this perception that must lead to property damage. The fact that participants suffer pecuniary damage from precisely that abuse must be indisputable. Nevertheless, the question here is again whether the *failure to share* inside information leads to the pecuniary harm or the mere fact that there are conditions and details to which they simply do not have access. To qualify the fraudulent act and the inducement under Art. 209 para. 1 of the Criminal Code, the insider must have a *duty* to disclose this key information to other participants in the capital markets or to refuse to participate, putting the public interest before private interest. No such obligation to protect and provide inside information can be found in either Bulgarian or German law. Similarly to the Bulgarian law, the German Criminal Code (Strafgesetzbuch - StGB) also provides in § 263 for a deceptive act which gives a third party a false impression of reality. Based on this misconception, the victim makes decisions and takes actions which result in material damage to him. The problem here, again, is that the insider does not take any action that results in fraud. But whether that inaction can be criminalized. According to section 13 StGB in conjunction with section 263 StGB and *omission* would only lead to criminal liability where the perpetrator had a *duty* to disclose information, i.e. he was obliged to have active conduct. However, *no* such duty can be imposed on capital market participants, since the perpetrator has no personal, binding relationship with them. The only duty that the perpetrator would have is that towards the shareholders of the public limited company which participates on the stock exchange. This is where the obligation arises for the board of directors, supervisory board, or management board to notify the shareholders when, according to inside information provided to them, the shares will fall or suffer large losses. This obligation is unfortunately not regulated by law but can be accepted as mandatory and binding by the principles of good corporate ethics.

In conclusion of what has been said so far, it should be emphasized that the misuse of inside information leads to a personal benefit, which does not necessarily lead to a pecuniary damage

to others and therefore cannot be subsumed under the factual composition of Art. 1 of the Criminal Code and cannot lead to the realization of criminal liability. It is a different question whether the insider can be held *civilly liable* in the form of monetary compensation to the victims of this type of abuse by capital market participants. The study of this issue is of great importance to be able to make *de lege ferenda* proposals and to answer the question whether the Bulgarian legislator has effectively implemented in national legislation the obligations imposed by the Regulation to effectively protect and combat insider dealing on capital markets.

In the jurisprudence and doctrine of many countries of the Romance and Anglo-Saxon

legal systems, there is a perception that insider trading constitutes "*information theft*". On the other hand, insider trading in capital markets can be compared to the offences of '*misappropriation of trade secrets*' or '*infringement of intellectual property*'.

It can be concluded that in foreign legal literature and jurisprudence, both in the Roman legal system and in the Anglo-Saxon legal system, there is a presumption of pecuniary damage. They can be caused by theft or fraud. Insider dealing causes material damage to the issuer and to individual shareholders by withholding information that may be of great importance to them. However, as set out above, insider dealing is never about criminal acts that are aimed at causing harm and enrichment through deception or the wrongful acquisition of a particular other's property. The misuse of inside information does not even meet the factual constitution of the criminal law provisions set out. For this reason, the theoretical study reaffirms the thesis that, in creating Article 14 of the Regulation, the European legislator focused its attention solely on common security and interest. For this reason, the European Commission's opinion introducing the Regulation points out that the main purpose of the Directive is the stabilization and integrity of capital markets, but not the protection of personal property. Personal pecuniary damage must be the subject of a contractual relationship between the parties and, as already set out, is of a dispositive nature, enabling the parties to provide for penalties to ensure loyalty to the company. The aim of the European legislator is much more than to create a safe and generally accessible instrument (the stock exchange) for trading securities. For this reason, a sanction system has been set up which aims to remove insiders who abuse and violate the integrity of the capital market, either by withdrawing the license or by imposing a fine or financial penalty, respectively. The above objectives are pursued only administratively and through the imposition of fines or financial penalties, but not through the provision of a legal remedy in individual cases.

§ 2. *Factual composition and basic concepts related to the fight against insider dealing on capital markets under Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council (MAR)*

The paragraph begins by setting out a definition of "insider dealing" under Article 14(a) of EU Regulation 596/2014. It is important to make a distinction with Article 14(a) of EU Regulation 596/2014, which establishes the prohibition of a certain type of infringement but does not regulate per se what the nature and factual content of insider dealing is. According to Article 8(1), insider dealing arises when a person has inside information and uses it by acquiring,

or disposing, for his own account or for the account of a third party, directly or indirectly, of financial instruments to which that information relates. As the aim of the thesis is mainly to analyse the changes and consequences of a breach in the national legislation of Bulgaria and Germany, only the basic principles and especially the changes that have occurred with the introduction of the new legal framework will be discussed here.

The term "inside information" is first used in Bulgaria in Art. 158, para. 1 of the Public Offering of Securities Act. Although Article 158 of the Securities Act was repealed on 01.01.2007, it lays the initial foundations and defines for the first time the concept of 'inside information' as *'any information which is not required to be disclosed to the public or which has not yet been disclosed to the public relating to a public company or to an issuer of securities traded on regulated markets or to the securities themselves traded on regulated markets, or other such information if its public disclosure may affect the price of securities traded on regulated markets'*. The notion of "inside information" has been the subject of only one decision of the SAC, namely Decision No 9901 of 5 November 2003 (Case No 8917/2002 5 SCC), which established the fact that the obligations under Article 158(1) of the Act on the Protection of Securities on Securities Market are not subject to the provisions of the Act on the Protection of Securities on Securities Market. 1 and 160 of the Polish Securities Act are waived when a public company is deregistered from the public register. In conclusion of the analysis of the development of the concept of *"insider information"*, mention should also be made of the financing agreement signed between Bulgaria and the European Investment Bank on 29 July 2010. Part of the project is the formation of so-called investment councils, which have the duty to monitor the development of the project and the legal use of the European resources provided, handling with extreme care the information provided to them, which the parties qualify as *inside information*. The Investment Board (IB) also has explicit obligations in this respect.

An interesting question is how the concept of "inside information" is regulated in the legislation of other leading capital markets countries. The conceptual apparatus should contain a definition of the information, the non-disclosure of which to other capital market participants leads to criminality. Mention should be made here of section 1042A Corporations Act 2001 of Australian law, as well as section 234 (1)(a) *Financial Market Conduct Act* 2013 of New Zealand law, and sections 33e and 40 BEHG of Swiss law. The norms of these countries do not differ significantly from the factual composition of Art. 1(a) of the Regulation. The information must not be generally available and must be relevant for the determination of the exchange rate and the trading of the securities. US law is not materially different from the principles and concepts in European and Australian and New Zealand law respectively. In the United States, case law has led the way in clarifying the concept. The prohibition of insider dealing is similarly regulated in Canada. The Canadian legislature also considers the factual element of misuse to be satisfied when information relating to shares traded on a stock exchange is not acquired and used in a manner generally available to the public.

From all the above, it can be concluded that by introducing Article 7 of Regulation EC 596/2016, the European legislator has fulfilled its obligation to uniformly justify and regulate the concept of "*information*" in the sense of protection from abuse on capital markets. Unlike the Canadian and US legislators, the European legislator requires *precise* information in Article 7 of Regulation EC 596/2014. Information is deemed to be precise if it relates to a set of circumstances that have already existed or that can realistically be expected to occur soon. The comparative legal analysis in this matter leads to the generalization that regardless of the specific legal technique, the legislations of developed capital market countries and those of emerging markets have introduced restrictions on insider dealing, insider trading and manipulation. The patterns of regulation have a dynamic existence, determined by the interaction between already accepted and expanding market practices on the one hand, and the approach of unification and harmonization in the construction of the legal framework of regulated securities markets, the principles, and mechanisms of their functioning on the other.

Prior to the entry into force of Article 7 of EU Regulation 596/2016, German law regulated insider dealing in Article 13 of the Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) - in its wording prior to 02.07.2016. The provision was introduced in fulfilment of the German state's obligation to integrate Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 and Article 1 of Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003. In contrast to

Art. 13 WpHG (ex), the new Art. 7 EU Regulation 596/2014 not only defines what constitutes inside information, but distinguishes inside information into three levels:

- - in par. 1 contains the basic concept of inside information,
- - Paragraph 2 gives clear examples of inside information,
- - in par. 3 sets out the exceptions.

This kind of distinction is new in European law. Art. 13 par. 1 WpHG (ex.), in Contrast to Art. 7 para. 1a of EU Regulation No. 596/2014, requires that the information is related to a particular circumstance which is of an internal and confidential nature. The current definition in Art. 7 para. 1a of the Regulation is almost identical to previous legal regulations such as Art. 1 of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 and Art. 1 of Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003. Subsequent paragraphs of Article 7(2)(2) and Article 3 of the Regulation were introduced because of a

fundamental and much discussed decision of the European Court of Justice, namely *Geltl* of 28 June 2012. The *Geltl* case was considered at the time of the adoption of EU Regulation 596/2014 and became the "fulcrum" of the reasoning for the introduction of Article 7(2)(2) and Article 3.

An important term in regulating the misuse of inside information in capital markets is the concept of "*misappropriation*." Misappropriation is always associated with wrongdoing that results in tangible or intangible harm. In this case, the abuse very often causes material damage to other participants in the capital markets. In terms of capital markets legislation, the concept of '*abuse*' has its origins in Bulgaria in the Public Offering of Securities Act. The legislator defines this concept as "*market manipulation*" and regulates it in Article 161(1) of the Securities Act. In 2007, the Act against Market Abuse of Financial Instruments (AMFIA) was adopted. New concepts of capital market manipulation and insider dealing are regulated in Article 6 of the MiFID Act. Following the entry into force of EU Regulation 596/2014, Articles 161 and 162 of the AML/CFT Act as well as Article 6 of the MiFID Act have been repealed. Pursuant to the new regulation, the Bulgarian legislator adopted the Act on the Enforcement of Measures against Market Abuse of Financial Instruments (MAMAFI). Article 1(2) of the MiFID Act qualifies insider dealing as a type of market abuse. An interesting question in this regard is what changes have been made since the entry into force of EU Regulation 596/2014 relating to the concept of insider *dealing* in capital markets. With the introduction of Article 14 of EU

Regulation 596/2014, the European legislator wants to definitively answer the discussion in literature and jurisprudence "*use versus possession*". At the heart of this debate is the question of whether abuse can only be established and consequently sanctioned once *the objective* prerequisites for its commission are present, or whether the subjective element that the information provided was knowingly and deliberately used for personal advantage and to the detriment of other participants must also be proven.

In 2003, the European legislator introduced the new Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), which clearly signalled that the previous view of abuse was extremely favourable to insiders and was not an effective mechanism in the fight against these violations. The new directive requires a change, stipulating that to establish insider dealing, it is no longer necessary to intend to misuse the information, but it is sufficient to **use** the information. In this way, the European legislator facilitates the conditions for holding offenders liable by making it sufficient that the information was used. Unfortunately, in adopting the Directive, the European legislator did not provide an answer to the question of how exactly to distinguish between the two circumstances (use and misuse) and what exactly the criteria for

the distinction is. By doing so, the European legislator is clearly signaling that it is distancing itself from the previous view of the prerequisites for insider dealing. Nevertheless, the criteria for when and how to distinguish between cases of abuse and use are not clear.

The paragraph goes on to analyze the concept of "recommending or inducing another person to engage in insider dealing" under Article 14(b) of EU Regulation 596/2014. Art. 14(b) of EU Regulation 596/2014 generally prohibits recommending and soliciting a third party to engage in insider dealing, so it is important to clarify the concepts of *recommending* and *soliciting*. According to Regulation EU No 596/2014, the factual elements of Article 14b and Article 8(2a) are met when a person has acquired inside information and, based on that information, recommends, or induces another to buy or sell financial instruments on the capital markets. It is important to mention in this respect that the prohibition in Article 14b and Article 8(2a) also covers the prohibition on altering and/or cancelling orders already placed with the exchange. Any action that is directly related to the recommendation or solicitation of a third party and that affects a transaction or action related to the exchange may be brought under the norm of Article 14 b, and Article 8 para. 2a of the EU Regulation 596/2014. I consider that the considerations of the European legislator relating to insider dealing developed in the Spector Photo Group

decision are relevant to both *solicitation* and *recommendation of* inside information to third parties. It should not be forgotten that the legislator regards the prohibition of insider dealing in Article 14a as a key component in combating this type of abuse. All other modalities, such as the solicitation and recommendation at issue here, are subtypes or modifications of the basic composition. With the entry into force of EU Regulation 596/2014, the legislator generally wants to comprehensively regulate this type of prohibition and to make it easier for supervisory authorities to prosecute and sanction this type of abuse. It is unlikely that the European legislator wanted to create an alternative and an opportunity to circumvent the considerations and views set out in the Spector Photo Group decision. Therefore, the application of Article 14b and Article 8(2a) of the Regulation must be seen in the light of the Spector Photo Group judgment, where knowledge of inside information and its provision for the purpose of inducement is presumed and it does not have to be explicitly proved by the supervisory authorities that the inducement is based *on the* inside information obtained. The argument of Article 14(a), which rejects the violation of human rights and fundamental legal principles, also applies here. As already set out, the arguments relating to this are that in a criminal trial, to deny punishment or causality, it is absolutely sufficient that the accused should raise the suspicion of innocence. This fact alone is sufficient to deny the link between the acquired inside information and its use within the meaning of

Article 14b and Article 8(2a) of EU Regulation 596/2014. It should not be underestimated and forgotten that in administrative proceedings innocence cannot be presumed until the contrary is proven.

The paragraph concludes with an analysis of the concept of "unlawfully disclosing inside information" under Article 14(c), Article 10(1)(c), Article 10(1)(c) and Article 10(1)(c). 1 and 2 of EU Regulation 596/2014. Theoretically speaking, the term "*disclose*" is associated with the fact that none of the parties having access to the information may use it for any purpose other than the exercise of their specific rights and obligations. Any dissemination of inside information by either party shall be made only in pursuance of the purposes and activities directly regulated by the legislator. In the last point (c) of Article 14, the European legislator states that disclosure of inside information is a *punishable* act. In turn, what exactly is punishable or what is *illegal disclosure* is regulated in Art. 10 para. 1 and 2 of the Regulation. According to it, unlawful disclosure of inside information occurs when a person has such information and discloses it to another person, except where the disclosure is made in the

ordinary course of his business, profession, or official duties. This provision applies to any *natural* or *legal* person in the situations or circumstances referred to in Article 8(4). Art. 10(2) supplements the provision by qualifying the unlawful act also in the *subsequent* disclosure of recommendations or solicitations referred to in Article 8(2), where the person disclosing the recommendation or solicitation knows or should have known that they are based on inside information. The purpose of the prohibition in Article 14(c), Article 10(1) and (2), as well as in other forms of conduct qualifying as insider dealing, is to preserve the integrity of the capital markets and to ensure that all participants have equal access to relevant information relating to the capital markets. Each participant should be able to make decisions based on publicly available and transparent information. From a theoretical point of view, Articles 14(c), 10(1) and 10(2) regulate an *abstract risk tort*. The prevailing view in the literature proceeds from the argument that the recipient of the information, respectively the misled and the induced, do not necessarily realize and use the misinformation. For the factual content of the norm to be realised, it is quite sufficient for the inside information to reach the induced and inducer. Whether or not they will use it in their own self-interest is irrelevant.

So far, the European legislator has left unanswered the question of what the criteria on the basis of which are to establish that the perpetrator has inside knowledge. This question is not important for the applicability of Article 10(2), but it is of great practical importance when the supervisory authorities cannot even prove positive knowledge of inside information. In German law, the legal institute of the 'layman's parallel assessment' (Parallelwertung in der Laiensphäre), or namely: what subjective assessment of the case and the circumstances would an unfamiliar person or an ignorant person give, is very often applied in such analogous cases in criminal law. Would he or she recognize and register the wrongfulness of the circumstance and classify it as an offence without having any knowledge or qualification. Application of the said institute is one of the possible legal means of proving insider knowledge. If a third party without special knowledge and experience would have registered the wrongdoing, it can always be inferred that a person well acquainted with the investment and the circumstances certainly knew that it was inside information. Other such criteria for establishing knowledge of inside information are the extent to which that information was relevant to the formation of the trading course, whether it was publicly displayed and known, what and who the sources of the information were, and finally the social relevance of the information. The criteria set out are certainly not exhaustive but can only be used as an indication of insider knowledge. It is positive in this respect that the European legislator maintains the line of a comprehensive examination

of the case and its circumstances, which is a good basis for the application of comparable criteria to facilitate the work of the monitoring bodies.

4. Chapter III. Punish ability of offences relating to the misuse of confidential information

§ 1. Introduction

The paragraph discusses the introduction of Regulation (EU) No 596/2014 on combating insider dealing and abuse, which has led to major changes in the national laws of individual EU Member States. Finally, the change was imposed as Article 14 is directly applicable in the individual EU countries. However, despite its direct application, Article 14 of Regulation (EU) No 596/2014 constitutes a prohibition without consequences. Against this background, the European legislator has left the actual enforcement of the ban and the sanctioning of its breach to the responsibility of individual states. Accordingly, in the event of a breach, it is for the States themselves to determine the scope of criminal, civil and administrative prosecution, and the level of penalties. Therefore, in this chapter the author would like to focus on national sanctions for insider trading in Bulgaria and Germany. Special attention is paid to the effectiveness and completeness of the enforcement of the penalties.

Finally, individual problem areas of the two legislations are examined and a legal comparison of the application in the two countries is made.

§ 2. Criminal sanctions

The paragraph presents that criminal penalties for insider trading violations are not regulated in Regulation (EU) No 596/2014. Rather, the European legislator refers to the minimum criminal sanctions in Directive 2014/57/EU. It is a bit confusing and even misleading why these two legal areas are not uniformly regulated and moreover how the rules relate to each other. As is well known, the Regulation is a legal act of the European Union which has general application and direct effect in the Member States. Regulations are part of the secondary legislation of the Union. They differ from directives mainly in that the latter must first be transposed by Member States into their national law. Directive 2014/57/EU can therefore be considered not to be a competing regulation, but rather to complement the content and reinforce the effect of Regulation (EU) No 596/2014. This is the basis for the prevailing view in the literature, which states that Directive 2014/57/EU refers to Regulation (EU) No 596/2014 in its provisions. This view is confirmed by the reasons for the introduction of Directive 2014/57/EU.

Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for market abuse ("Market Abuse Directive") was adopted on 16 April 2014. Member States had until 3 July 2016 to adopt and publish the necessary national measures to comply with the Directive and to apply those measures from the same date, subject to the entry into force of Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse. The Directive and the Regulation modernize and strengthen Union rules on market integrity and investor protection previously contained in Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC.

In compliance with the requirements of the Market Abuse Directive, the Bulgarian legislator introduced in Chapter Seven of the Special Part of the Criminal Code the provisions of Articles 260a, 260b and 260c. The purpose of the newly created criminal provisions is not only to meet the expectations of the European legislator, but also to signal the importance and relevance of the integrity of the capital markets in Bulgaria, enabling a stronger societal impact than administrative sanctions. An integrated and efficient financial market and greater investor confidence require fair market relations. The smooth functioning of securities markets and public confidence in these markets are necessary preconditions for economic growth and

prosperity. Market abuse undermines the integrity of financial markets and undermines public confidence. Criminalizing the worst forms of market abuse sets clear thresholds for the types of behavior that are considered particularly unacceptable. Acts of insider dealing, unlawful disclosure and market manipulation by a person working in the financial sector or in a supervisory or regulatory body greatly affect the integrity of the market, the value of the financial instrument and cause significant harm to them. The texts of the Criminal Code are distributed as follows:

- - Article 260a of the Criminal Code refers to acts related to insider *trading* in general,
- - Article 260b of the Criminal Code regulates the misuse of inside information in the form of its *Dissemination*,
- - Article 260c of the Criminal Code regulates market *manipulation* by giving false or misleading signals.

I believe that the implementation of the Directive in Bulgarian legislation has been very unsuccessful and one could even say incomplete.

The German legislator has regulated the misuse of inside information in Art. 119(3)(1-3) of the Wertpapierhandelsgesetz - WpHG (Securities Trading Act). In contrast to the Criminal Code, the provisions of the WpHG, which aim to prevent abusive trading in securities, are of a civil law nature. Nevertheless, the text bears the title '*criminal provisions*'. The German legislator is thus attempting to introduce quasi-criminal sanctions within the civil law framework. It is particularly noticeable that the German legislator has chosen to regulate the offence by means of general liability. In Art. 119 para. 3(1) WpHG, the latter provides that anyone who engages in insider dealing in violation of Article 14(a) or, in violation of Article 14(b), induces or assists a third party to engage in insider dealing is punishable. In paragraph 3 of the same Article, the law provides for the prosecution of anyone who discloses inside information in violation of Article 14(c) of Regulation (EU) No 596/2014. What is very striking here is that, unlike the relevant Bulgarian legislation, the German text simply refers to the Regulation in general terms. By doing so, the German legislator leaves a free field to the courts and any other supervisory authorities to supervise as much as possible the violations that have occurred and to specify the application of the Regulation only through their case law. This can be seen as a desire of the German legislator to create a means of the widest possible application of the Regulation and to leave the specification to the courts and all other monitoring bodies.

This approach cannot be applied in the Bulgarian legislation and law enforcement due to the principle of legality of crimes and punishments, a principle enshrined in Art. 3 of the

Constitution of the Republic of Bulgaria, according to which "*no one may be convicted for an act or omission which was not declared by law to be a crime at the time of its commission*". This principle specifies the principle of the rule of law in the field of criminal law and its compatibility with international treaties and instruments has been the subject of more than one decision of the Constitutional Court. "According to article 5, paragraph 4, of the Constitution, as interpreted by the Constitutional Court in Decision No. 7 of 1992, in order for acts declared criminal by international treaties to be included in domestic criminal legislation, the elements of their criminal constitution and the penalties for each offence must be established by a domestic legislative act, the effect of which is determined in accordance with the requirements of domestic legislation. ... The derivation of the elements of a crime by the application of law

and the law by analogy in criminal matters is inadmissible when it is detrimental to the offender because it leads to arbitrariness in the administration of justice and violates the principle of the legality of the crime. That principle requires that the elements of the offence be clearly and exhaustively specified by the legislator." For this reason, the Bulgarian legislator cannot simply refer to the Regulation. It specifies in as much detail as possible the criminality of this type of offence. Unfortunately, this decision has adverse consequences for compliance with certain legal principles and, not least, for the applicability of the texts. In the author's opinion, the wording used in the text of the Bulgarian law is long, misleading and contrary to fundamental criminal law principles. It is also particularly noticeable that, unlike Articles 260b and 260c of the Criminal Code, Article 260a is incomprehensible. The criticism in this thesis is therefore directed at the provision of Article 260a of the Criminal Code. Last but not least, it is given special attention, since the subject of this provision is precisely the prohibition of insider trading.

§ 3. Punish ability of natural persons. Application in Germany and Bulgaria

This paragraph examines the application of the criminalization of natural persons in Germany and Bulgaria. Criminal sanctions against natural persons must be effective, proportionate, and dissuasive. This is stated in Art. 7 para. 1 of Directive 2014/57/EU. The requirements of the European legislator are as follows: insider dealing must be punishable by a maximum term of imprisonment of not less than four years, according to Article 7(2) of the Directive, and the same requirement is set for market manipulation. The European legislator introduces similar requirements for breaches of the prohibition on unlawful disclosure of inside information. In this case, the sanction must be imprisonment for a maximum term of not less than 2 years, according to Art. 7 par. 3 of Directive 2014/57/EU.

The requirements of Directive 2014/57/EU have been transposed in Germany by the introduction of Art. 3 in the Securities Trading Act (WpHG) in conjunction with Article 15 of the Criminal Code. As a result, deliberate violation of insider trading prohibitions is punishable by up to five years' imprisonment or a fine. The German legislator therefore views any intentional violation of the insider prohibition as a serious case. It is completely irrelevant whether the act of the insider resulted in any change in price. The penalty of a maximum of 5 years raises the question whether this is a breach of the requirements of Directive 2014/57/EU, which provides for a maximum of 4 years' imprisonment in serious cases. At this stage, it is important to mention that with this measure Germany risks being held liable in the infringement

procedure under §§ 258 et seq. TFEU and be fined. This reasoning is not entirely wrong, since Article 3(3)(b) of the Treaty does not preclude the infringement of the Treaty. 1 of Directive 2014/57/EU, the European legislator does not consider any intentional infringement as a *serious* case (argument from Art. 1 of Directive 2014/57/EU.) This being the case, the question arises as to why the EU Commission has not so far drawn the Federal Republic's attention to this and, not least, imposed a fine. The provision of Article 6 of the Directive provides for the criminalization of **incitement, aiding and abetting as well as attempt to** market abuse offences. These are also implemented in Article 119 WpHG as well as in criminal law. Attempted insider trading is criminalized in Art. 119 (4) WpHG. And perpetration and complicity are based on Article 25 et seq. of the Criminal Code. It is interesting to note that the German legislator also provides for punishment for crimes committed due to complacency. Art. 120 para. 14 of the WpHG provides that a presumptuous violation of Art. 14 of Regulation (EU) No. 596/2014, as opposed to a deliberate one, constitutes an administrative offence which, pursuant to Art. 120 para. 18(1) WpHG is punishable by a fine of up to EUR 5 million for natural persons and up to EUR 15 million and 15% of last year's turnover for legal persons. Directive 2014/57/EU does not preclude this extension of criminal sanctions to self-incrimination cases, regardless of whether the fine provided for in German law has the character of a criminal sanction within the meaning of Regulation (EU) No 596/2014 or only an administrative sanction. Ultimately, this distinction is not of particular importance since, as already stated, Directive 2014/57/EU only sets minimum requirements for national legislations.

Attempted insider dealing is also regulated in Directive 2014/57/EU, namely Article 6(2) regulates the criminality of attempt. In Bulgaria, these offences are contained in Article. 260a and 260b of the Criminal Code. Attempts are not explicitly included in these provisions, but under Article 18 of the General Part of the Criminal Code, attempts to commit intentional offences are always punishable and are subject to the same type of punishment provided for the completed offence, considering the individual characteristics of the case. Therefore, in the case of attempted insider dealing offences, the perpetrator shall bear the corresponding criminal liability.

In Germany, this is regulated in Article 119(4) WpHG. Interestingly, the German legislator not only regulates criminal liability for attempted insider trading, but also for all insider trading offences. Of course, in this case, one could quickly conclude that there is overregulation, as the European legislator only provides for the sanctioning of attempt to certain insider dealing

offences, Art. 6(2) in conjunction with Art. 3(2-5) and (7) and Art. 5 of Directive 2014/57/EU. This legal issue has already been addressed above, where the view is taken that Directive 2014/57/EU only provides the minimum framework for criminality. And the scope of penalties is left to the discretion of each individual State.

When one traces the development of criminal law in both countries in this context, it is noticeable that Bulgarian case law and literature distinguishes between *completed* and *uncompleted* attempts, which determines a difference in the amount of punishment. As already discussed, attempt is always punishable in Bulgarian criminal law, except when the perpetrator has refused to complete the crime or has prevented the criminal consequences from occurring, as the text of Article 18(2) of the Criminal Code states. The law also provides for criminal liability for preparatory acts in Article 17 of the Penal Code. Attempts are considered to begin when the perpetrator directly and immediately sets out to carry out the executive act, and this depends on both the perpetrator's attitude and the type of offence to which he is aiming. It is in this respect that attempt differs from preparation, where the execution has not yet begun, but only the conditions are created for its imminent execution. It is interesting to mention that the German legislator leaves both the *preparatory act* for the commission of a crime and the attempt *unpunishable except in the cases expressly provided for by law*, which is a significant difference in the criminal law approach of the two countries. In contrast to the regulation of attempt, the Bulgarian legislator, in Article 17(2) of the Criminal Code, similarly provides that preparation for certain offences is punishable *only where this is expressly provided for in the legal provision*. There is no such provision in the regulation of insider dealing offences, and therefore preparation for them is not punishable. As these criminal law nuances are not the subject of this thesis, this issue will not be discussed further.

In the context of insider trading prosecutions, the question arises as to whether it is possible to commit the offence by omission. The particular focus here is on the liability of legal persons and the commission of acts by persons holding managerial positions, which is explicitly regulated in Article 8(2) of Directive 2014/57/EU. Under this provision, individual EU countries, including Bulgaria and Germany, are obliged to ensure that legal persons can be held liable for the lack of supervision or control by a manager, agent or representative within the meaning of para. 1 of the same article enabled a person under their control to commit one of the offences under discussion for the benefit of the legal person. This requirement imposes an exception in the domestic law of both countries. This is because, in principle, neither German

nor Bulgarian law provides for the possibility of criminal liability of legal persons, *societas delinquere non potest*. It is therefore interesting to see how the Bulgarian and German legislators have dealt with the need to introduce these requirements and what regulatory options they have found.

Bulgarian criminal law provides for criminal liability for non-performance of a duty only when it is expressly provided for in the law. In such a case, it is a matter of crimes committed by omission. As in the case of other crimes, Bulgarian criminal law distinguishes between ordinary and special subjects of the crime. While the ordinary perpetrator of the offence may be any criminally responsible natural person, the special perpetrator must, along with the basic qualities, possess additional and specific qualities which are provided for by law, such as the quality of an official. Such an offence is, for example, the so-called admission to office under Article 285 of the Criminal Code of the Republic of Bulgaria. It provides for the punishment of an official who knowingly allows a person under his authority to commit an offence related to his office. In this case, it concerns a specific duty imposed on the offender, which he fails to perform, and therefore his omission is criminal.

The German legislator uses a similar distinction, distinguishing between *typical* and *atypical* crimes committed by omission. Typical offences are those in which there is an expressly regulated *general obligation to act* within the meaning of Article 13 StGB and do not require a so-called specific condition which obliges the offender to act. This means that no explicit condition, characteristic or official capacity for the perpetrator is stipulated in the constituent elements of the offence, but, based on practice and literature, it is presumed that he had to act. This duty can be directed to anyone and, therefore, is not conditional on the requirement that a particular official or other person has a duty to prevent the result. Examples of these acts are section 138 StGB (failure to report a planned crime) and section 323c StGB (failure to render assistance). Therefore, these are *typical* omissions in which the objective result is realized due to a failure to fulfil the general duty to act provided for in the law. In other words, '*the omission is a violation of a mandatory rule of law*'.

According to Art. 1 of Directive 2014/57/EU, the commission of and complicity in insider dealing offences must be regulated in the national laws of Bulgaria and Germany. The German legislator regulates perpetration and complicity in Article 25 et seq. of its Criminal Code. As insider dealing is an administrative offence under German law, Article 25 et seq. of the StGB applies in conjunction with Article 14 of the OwiG (Administrative Offences Act). The German

legislator has thus fulfilled its obligation under Art. 1 of the Directive to regulate in national law. The consensus in the literature is that explicit regulation of perpetration and complicity in the context of insider dealing is not necessary.

§ 4. Liability of legal persons and partnerships

This paragraph examines the legal provisions in both countries relating to the liability of corporations and partnerships. The European legislator in Articles 8 and 9 of Directive 2014/57/EU requires Member States to ensure the liability of legal persons. In those provisions, liability refers explicitly to the case of insider trading, which must be carried out *for the benefit of the legal person*. The concept of legal person should be considered more broadly than in Bulgarian and German law. This includes legally capable partnerships. Although legal persons in the sense that the Directive puts into the concept are not criminally liable in German criminal law, German law nevertheless fulfils these requirements through the provision of Article 30 OWIG. This is an administrative offence which is directly directed against the legal person and is punishable by a fine of a certain amount. The Bulgarian legislature regulates the liability of legal persons in a similar way. Criminal liability can only be sought from natural persons who have acted on behalf or in the interests of the legal person. However, legal persons are subject to administrative liability, which is regulated in the Administrative Offences and Penalties Act. The regulation is outdated and does not fully meet the needs of the civil turnover, therefore it does not abolish the need for a comprehensive regulation of the institute of corporate liability. Nevertheless, Bulgaria can be considered to have fulfilled the requirement of Articles 8 and 9 of the Directive, because it provides for the possibility of holding legal persons liable. Article 83 of the Criminal Code states that in the cases provided for in the relevant law, decree, decree of the Council of Ministers or regulation of the municipal council, a pecuniary sanction may be imposed on legal persons and sole traders for failure to fulfil obligations towards the State or the municipality in the course of their business.

Unlike criminal law, here the fault of the legal entity is not sought, as it cannot act culpably, *liability is objective* and it is sufficient to establish the actual violation of the statutory obligations. In this case, a pecuniary sanction will be imposed on the legal person itself and not on the individuals who committed or allowed the offence and this issue does not need to be established for the purposes of corporate liability. Such statutory obligations and liability for breach thereof are provided for, for example, in Article 23(2) in conjunction with Article 24(2) of the MIFID Act, which provides that in the event of breaches of certain provisions of EU

Regulation No 596/2014, legal persons and sole traders are subject to the imposition of financial penalties of a certain amount in accordance with the provisions of the CPA.

§ 5. *Civil remedies for insider dealing offences on capital markets.*

This paragraph discusses the civil remedies for insider trading violations in the capital markets. As already discussed, several times and clear from Art. 4 para. 3 TEU, the European legislator only provides for administrative and criminal sanctions for insider trading. Nevertheless, the question must be answered whether an obligation of functional equivalence cannot be derived from the general principles of the European legislator and its case-law, entailing the introduction of civil liability. The paragraph also addresses the question of which existing rules of civil law in Bulgarian and German law could offer a basis for liability and compensation in the event of a ban on domestic trade. It also compares Bulgarian and German legal rules and analyses the scope of legal protection. Finally, it is examined whether the three pillars of the law alone guarantee comprehensive legal protection for the individual investor or whether the criminal and administrative law rules provided by the European legislator provide sufficient protection.

Member States are generally obliged under Article 4 TEU to ensure compliance with Union law and to sanction possible infringements without exception. This possibility of sanctioning applies to both European directives and regulations. It is irrelevant, however, that they are directly applicable in the individual Member States and that their application leads directly to prosecution. Even where European legislation is directly applicable, individual states are obliged to establish a *comprehensive* legal basis for the implementation of the relevant regulations. In the specific case of combating insider dealing, this would mean applying MAR in national administrative law and CRIM-MAD in national criminal prosecution. The Bulgarian legislator has fulfilled its administrative obligation with the introduction of the Act against Market Abuse of Financial Instruments and the regulation of criminal prosecution with the

introduction of Article 260a, b, c of the Criminal Code. The German legislature has in turn fulfilled its obligation by introducing § 119 I, III WpHG. It is apparent that *civil* liability in domestic trade is not expressly mandated by the European legislator. Moreover, such could be expected based on fundamental legal principles or the settled case-law of the CJEU.

The Securities Trading Act (WpHG) constitutes the main regulation when it comes to capital market liability. Particularly important and much discussed in this context in German law are Articles 97 and 98 of the WpHG. Art. 97 of the WpHG provides for a right to compensation in case of failure to promptly disclose published inside information. On the other hand, Article 98 of the WpHG regulates the possibility of obtaining compensation in the event of the publication of incorrect information that has influenced the purchasing decision of an individual investor. The parallel regulation in Bulgaria should be contained in the Public Offering of Securities Act, which, however, does not explicitly regulate the misuse of inside information in this way. On the other hand, to implement the measures for the implementation of Regulation (EU) No 596/2014 and its implementing acts, the Bulgarian legislation adopts the Act on the Implementation of Measures against Market Abuse of Financial Instruments (AMMIFI), which repeals the previously existing Act against Market Abuse of Financial Instruments. While the old law explicitly prohibited the improper disclosure of inside information as well as the use of inside information for personal gain, the new law does not contain such an explicit provision, but due to the direct application of Regulation (EU) No 596/2014 this is also not necessary. The Bulgarian legislator reinforces the application of the Regulation with coercive administrative and punitive measures but remains silent on the possibility of seeking compensation. Unfortunately, Bulgarian law does not provide for an independent right to claim compensation. The only provision in which the injured party is mentioned is Article 23(6), which provides for the *forfeiture to the State of income acquired because of the infringement to the extent that it cannot be restored to the injured party*.

In summary, it should be noted that the derivation of private law tort liability from the text of Article 14 MAR has so far been denied in the European and German literature. This point of view is difficult to follow, as the Bulgarian or German legislator would provide a special and independent tort law provision for such breaches. Of course, this leaves it to individual states to enact targeted rules themselves, but until then, a creditor-friendly interpretation of national tort law should be preserved in the interests of enforcement. Only then will the enforcement regime of the domestic trade ban be consistently applied and improved.

§ 6. Administrative Measures to Combat Insider Trading

The last paragraph of Chapter Three analyses the possibility of reacting against insider trading within the framework of administrative law. The focus is on which legal norms and which institutions help to ensure effective and comprehensive protection against insider trading. In

examining the institutions, in-depth attention is paid to the role of the Stock Exchange and the state financial supervisory authorities in both countries and, of course, the accompanying legal rules that are a consequence of the introduction of Regulation (EU) No 596/2014.

The BSE exercises supervisory activity over its participants and this power is regulated in Part Five of the BFSAP. Supervision consists of two phases of impact, namely, supervisory detection such as carrying out inspections under Articles 15 to 18 of the BFSAP and supervisory impact under Articles 19 to 24 of the BFSAP. An important element of the sanctioning of infringements is the joint work and exchange of information with the Financial Supervision Commission as provided for in Article 17(2) of the FSAP. Unlike the FSC, the BFS cannot impose or take either administrative or compulsory administrative measures. Of relevance to this dissertation is the fact that the prohibition of insider trading, as well as its prosecution and sanctioning, respectively, are expressly regulated in Art. 78 para. 4a. in Part 4 of the Regulations of the Bulgarian Stock Exchange.

As a specialized state authority independent from the executive branch, which from the perspective of combating insider dealing in capital markets, the supervisory competence of the FSC, namely the power of supervisory determination and the power of supervisory influence, plays a predominant role. The Commission plays an important role in enacting preventive and retaliatory measures to pursue abuses in capital markets. Together with the Commission's sanctioning powers, these are also vested in the Deputy Chairman in charge of the Investment Supervision Division.

Studies of both legislations show that both Bulgaria and Germany have implemented the requirements of the European legislator in a timely manner, in particular Articles 14 and 15 MAR. The regulation in Bulgaria is characterized by the fact that the prosecution and prevention of abuse is regulated down to the smallest detail. The German legislator, on the other hand, provides for basic preventive and investigative powers of the BaFin. The precise internal division and distribution within BaFin is left to its own regulation.

Structurally, the Law on the Enforcement of Measures against Market Abuse of Financial Instruments is divided into two main parts. The second part of the law contains the prosecution of illegal activities, which is regulated in the chapters Coercive Administrative Measures (Article 20 in Article 20 of the AML/CFT Law and follows the usual legislative

technique of gradation according to the gravity of the violation and, as is usual, there are various measures with preventive, dissuasive and remedial functions provided) and Administrative Penal Instruments.

Through the MIFID Act and the FCPA, the Bulgarian legislator has successfully and precisely allocated competences, introduced the required deadlines and, finally, has set precise requirements on how to keep records, registers and how to report a violation. As a suggestion for improvement, it is also worth considering the possibility for the BSE and the BNB to issue public warnings to communicate extraordinary news or suspicious cases to investors and other stock exchange participants as quickly as possible, and to introduce a provision to allow the license to be "frozen" temporarily until investigations are completed to limit the damage. Another case law consideration would be to suspend the license or prohibit trading on the exchange in the event of missing or untimely reporting or performance of obligations. Again, there is room for further development and improvement in the law.

Federal Financial Supervisory Authority - BaFin - a public-law institution based in Bonn and Frankfurt am Main. It is subject to legal and technical supervision by the Federal Ministry of Finance. General powers - all actions of capital market participants that could impair the lawful conduct of trading in financial instruments. In relation to the stated powers of BaFin, there is a dispute in German case law and literature as to whether BaFin has the power to monitor compliance with all laws and regulations, including European law. The jurisprudence of the German Supreme Federal Administrative Court proceeds from the fact that BaFin has these powers, as the right to ensure compliance with Euro law as well. In contrast, there are controversial opinions in the German legal literature as to whether the norm is to be understood as a kind of general authorization and whether the BaFin is also entitled to intervene in the event of infringements of EU law without an explicit mandate from the national and European legislators. According to the author of this thesis, insofar as the European legislator has left the question of competence and the scope of liability open, it must be understood in the sense that the means and powers of investigation as well as intervention must be regulated by the competent national authority, and in the case of Germany this is BaFin. Anything else would give rise to the possibility of speculation and would facilitate abuse, since, once jurisdiction is in question, the application of the law is also uncertain. Investigatory powers - BaFin is the only German state administrative authority that has the power to carry out supervisory activities

related to combating insider dealing on capital markets - Art. 6 para. 1(1), (2)(1) and (5) WpHG. Its powers are divided into three main groups: the right to information,

the obligation to provide information and documents, the power to inspect, the right of access and the power to search, and the power of seizure.

The case law and penalties that have been imposed so far show that Bulgaria has a broader policy and application. The lack of massive market manipulation and cases of major abuse show that the Financial Supervision Commission is performing its tasks successfully and that loopholes are not easily found in the law. The German BaFin, on the other hand, shows with the Wirecard AG scandal that not only are there huge deficits in the application of the law, but also that the authority's internal regulation is extremely imperfect if even its own employees are involved in a major economic scandal through insider trading information. It remains to be seen what amendments and proposals the convened Bundestag committee will come up with and how effective they will be.

The German legislator enshrines these objectives in a single law - the WpHG, while the Bulgarian legislator makes use of one central and three additional laws - the Financial Supervision Commission Act, the Public Offering of Securities Act, the Markets in Financial Instruments Act, and the Collective Investment Schemes Act. Similarly, both commissions perform their duties as state institutions. The supervisory activity of the FSC is as in the case of BaFin and develops in two phases, a detection, and an impact phase. BaFin's investigative powers include the ability to seize and detain important company documents and data carriers during searches and on-site inspections - Art. 12, 13 WpHG, whereas the FSC can only conduct an on-site inspection. The second difference is that the powers are only conferred by court order unless there is a risk of suppression and concealment. The BaFin's investigative powers also include the possibility to seize and retain important company documents and data carriers during searches and on-site inspections - Art. 12, 13 WpHG, whereas the FSC can only conduct an on-site inspection.

In an analysis of the information presented so far, it can be said that the Bulgarian legislator has more precisely integrated its disclosure obligations. Firstly, there are two ways of submitting information - register and internet. Also, the Bulgarian legislator, by setting out countermeasures and impact measures, shows transparency and takes responsibility towards the community. Here it can clearly be recommended to the German legislator to refine the

information that is provided to capital market participants, which would certainly lead to an increase in the confidence of capital market participants. Also, record-keeping brings the positives of the possibility of archiving and a second source of information. In Germany, the obligation to archive this type of information is 30 years, whereas the maximum period for publication on the website is 6 months. BaFin's measures constitute an administrative act. Consequently, in the event of violations of the law, both natural and legal persons have recourse to administrative remedies pursuant to Article 45 et seq. of the VwGO. Unlike the Bulgarian legislator, the German legislator makes an exception to the remedy provision. The exception concerns only measures relating to BaFin's investigative powers. This is the provision of Art. 12 WpHG. Thus, the law provides that a court order is required for search and seizure except in cases of imminent danger. The other important issue, which has been much discussed in the German legal literature, is the question of how to proceed with the right of individuals to refuse to testify in the fight against insider trading and other violations of capital markets law. This raises the question of how to deal with cases in which relatives and employees of legal persons have to provide documents that may themselves implicate them in a crime, but at the same time help to uncover insider trading abuses. Does the prohibition on self-incrimination apply here? One strand of voices in the literature is of the view that if we agree to the possibility of silence, then this can very effectively stop the possibility of gathering documents and information that would lead to the sanctioning of a given legal entity. According to many authors, this is a clever way of stopping the prosecution of legal persons and their offences since the documents to be provided more or less always relate to facts and information of individuals. In this example, the consequences of an inconsistent legal regulation by the German legislator are again clearly visible.

5. Conclusion

In the conclusion of the dissertation work are summarized the conclusions made during the research, on the basis of which proposals for legislative changes are made in order to improve our national legislation and to bring it in line with the existing legal acts that regulate the matter of legal protection against insider trading in capital markets.

III. SCIENTIFIC AND APPLIED CONTRIBUTIONS OF THE DISSERTATION WORK

Scientific Kontribution:

1. The historical development of the legislation against insider dealing on the capital markets in Bulgaria and Germany is reviewed.
2. An analysis is made of the norms in EU law containing a prohibition of insider dealing on capital markets.
3. The changes in the national legislations following the introduction of Regulation (EU) No 596/2014 on combating insider dealing and abuse are examined.

Scientific and applied Kontribution:

1. The paper reviews the implementation of the legal framework for the protection and regulation of capital markets trading in Bulgaria and Germany before and after the introduction of Regulation (EU) No 596/2014.
2. The application of Regulation (EU) No 596/2014 has been established in both countries.
3. A comparative analysis between the legislation of the Republic of Bulgaria and the Federal Republic of Germany has been carried out.
4. For the first time, gaps have been identified in the application of Regulation (EU) No 596/2014 in individual countries, which is particularly evident in the possibilities of indemnification of the individual investor, as well as in the case of direct liability in the management of capital trading companies.
5. De lege ferenda proposals are formulated aimed at improving the Bulgarian legislation.

IV. SCIENTIFIC PUBLICATIONS ON THE DISSERTATION TOPIC

The following scientific publications can be mentioned on the topic of the thesis: 1. The Need for the Market Abuse Regulation and the Impact of the Spector Photo Group Decision, published in Business and Law, UNWE, Bulgaria, Issue 3, 2021.

2. The limits of the natural unit of action in the case of repeated violations of an injunction; The occurrence and consequences of the limitation period for criminal prosecution in administrative proceedings, (Grenzen der natürlichen Handlungseinheit bei wiederholten Verstößen gegen eine Unterlassungsverurteilung; Eintritt und Folgen der Verfolgungsverjährung

im Ordnungsmittelverfahren) published on 28.05.2021 in the journal IWR - Internationales Wirtschaftsrecht, Deutschland

3. International Jurisdiction of the Courts of the Place of the Registered Office against Claims for Fees Arising from an Advocate's Contract with a Foreign Contact (Internationale Zuständigkeit der Gerichte am Ort des Kanzleisitzes für Vergütungsforderungen aus einem Anwaltsvertrag mit Auslandsberührung) published on 21.01.2022 in IWR- Internationales Wirtschaftsrecht, Deutschland.