

## СТАНОВИЩЕ

От доц. д-р Константин Василев Пехливанов, доцент по Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.6 Право (Административно право и административен процес) в Юридическия факултет на Пловдивския университет „Паисий Хилендарски“, Катедра „Публичноправни науки“

Относно дисертационен труд за придобиване на ОНС „доктор“ от Анна Тюнис-Бамбалска с наименование „Правна защита срещу злоупотреба с вътрешна информация при капиталовите пазари съгласно българското и германското законодателство“

Първично звено: Катедра „Публичноправни науки“ на Юридическия факултет на Университета за национално и световно стопанство – София

Научен ръководител: проф. д-р Валерий Георгиев Димитров.

Представям настоящото становище като член на научното жури, назначено със Заповед № 1132/19.04.2024 на Ректора за университета за национално и световно стопанство. С решение на научното жури, № 44 от 26.04.2024 г. ми е възложено да изготвя становище.

Изводите ми по допустимостта на процедурата са:

- Представеният комплект документи съответства на Закона за развитие на академичния състав в Република България, Правилника за прилагането му и правилника на Университета за национално и световно стопанство. Авторефератът е оформен коректно.
- Кандидатът е изпълнил минималните национални изисквания и има изискуемия брой публикации в реферирани и индексирани издания.

В заключение, намирам дисертационния труд за допустим до разглеждане по същество пред научно жури.

Изводите ми по съдържанието на научния труд са:

Дисертационният труд с название „Правна защита срещу злоупотреба с вътрешна информация при капиталовите пазари съгласно българското и германското законодателство“ е подготвен в резултат на докторантура на самостоятелна подготовка в периода 31.01.2021 г. – 31.03.2024 г. Дисертационният труд се състои от 249 стр., от които титулна страница, съдържание, 218 страници същински аналитичен текст, използвани съкращения, приложения и използвана литература, която включва 289 заглавия, от които 79 на български език и 210 на чужд език. Систематично трудът е разделен на увод, три глави и заключение.

Уводът поставя изследователската задача и практичната нужда от такова изследване – опитът от последната голяма финансова криза е показал, че част от основните предпоставки за настъпването на финансов срив с такива мащаби са причинени от липсващо в законодателството задължение на банките и финансовите институции за обмяна и своевременно предоставяне на обществено значима информация, а в същото време злоупотребата с информация, която не е общодостъпна, е подтикнала множество търговци и потребители към високо рискови инвестиции.

Поставена е изследователската задача да се проучи законодателството на Република България и Федерална република Германия, като се направи сравнителен анализ. Като основен метод на правно изследване е избран сравнителноправният. Авторът приема, че законодателството на ФРГ е силно развито в тази област и може да служи като модел за взаимстване на постижения, в резултат на анализа се предлагат идеи за усъвършенстване на законодателството.

Глава първа е уводна по характер и съдържа исторически преглед на създаването и развитието на законодателството, регламентиращо борбата срещу злоупотребата с вътрешна информация на капиталовите пазари. Издирени са исторически първите случаи със злоупотреба с вътрешна информация, още от 1837 г. и практиката на Върховния съд на САЩ. Добросъвестно и подробно е изследвано развитието на законодателството в Царство България (с. 7 – с. 9) и се провежда изследване на наказателноправната защита, предвидена тогава. Подробно е проследено развитието на борсите в България както като законодателство, така и на ниво правилници на борсите (с. 11 – с. 15). Също така подробно е изследването на възраждането на фондовата борса след 1990 г. Анализирано е законодателството през 90-те години и използването на понятието „недобросъвестна търговия“ в Закона за публичното предлагане на ценни книжа, което е пречупено през призмата на специфичното борсово право. Там се появява и понятието за вътрешна информация и недопустимостта на злоупотребата с нея. В същия ред на мисли се анализира и развитието на понятието „вътрешно лице“ в три категории (с. 17 – с. 18). На критичен анализ са подложени законовите разпоредби и споделям разсъжденията за действителност на сделката по принципа за необратимостта на сделките (с. 19). По същия начин поддържам и критиката на липсата на законова дефиниция на понятието „пазарна манипулация“. Авторът разглежда подробно и критично пропуските в ранното законодателство на съвременния етап и търси обяснения както с юридическа, така и с икономическа логика. Коректно е отразен и процесът на транспониране на европейското законодателство на предприєдинителният етап (Директива 2003/6/ЕО), което повлиява нашето законодателство и което поправя пропуски в него. Главата на дисертационния труд разглежда и съвременното законодателство след 2016 г. с приемането на Закона за прилагане на мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти. Както конкретна причина за отмяната на предходния закон авторът приема задължението на България като член на Европейския съюз, да осигури прилагането на Регламент № 596/2014 относно пазарната злоупотреба и да транспонира Директива за изпълнение на ЕС 2015/2392 на Комисията.

По същия начин подробно е анализирано развитието на правните институти в Германия като се изтъква тамошният подход на саморегулация и липса на изрични законови разпоредби, който подход авторът намира за цялостно неуспешен (с. 27). Сравнителноправният анализ е подробен и добросъвестен, като се изследват не само приетите законови актове, но и проекти, и изследвания, и недържавни актове на саморегулация, които днес бихме определили като „меко право“. Приетите след 1991 г. закони, които подобряват положението в Германия, се анализират подробно и казусите около тяхното приемане се онагледяват с конкретни примери; подробно се проследява реакцията на германското законодателство спрямо правото на ЕС и налагащите се от него промени. Изследвана е местната специфика на поддържане на саморегулацията до момента на пълна хармонизация на европейското право, тъй като Комисията се придържа към препоръки и незадължителни актове. Интересен и полезен е междудисциплинарният подход, като се изследва как икономическите проблеми с американската фондова борса влияят на германската политика и законодателен процес (с. 32). Проследен е процесът на пълна хармонизация, започнал с Директива 2003/6/ЕО

и довел до Регламент ЕС 596/2014 и Директива 2014/57/ЕС и въвеждането на регистри с инсайдъри, както и отраженията на процеса на хармонизация в германското право.

Глава втора намирам за ядрото на научното изследване и най-силна и приносна част от дисертационния труд. Регламентът относно пазарната злоупотреба (Регламент (ЕС) № 596/2014) задава основните правила, с които държавите-членки трябва да се съобразяват, и авторът съсредоточава вниманието си на него. Уместно се отбелязва, че почвата за приемане на регламента е подготвена от съдебни решения на Съда на ЕС (с. 39 и сл.). Отдадено е дължимото внимание на произхода на идеите за правно регулиране в практиката на Съда и дори дословното възпроизвеждане на схващанията му в мотивите на регламента. Отново, с междудисциплинарен подход, са изследвани последиците от кризата от 2008 г. и прилагането на поуките в законодателния подход на ЕС. Добросъвестно е изследвана и критиката против идеите за нов Регламент. Въобще, за целия дисертационен труд е характерно внимателно изследване на тезите за и против приемането на всички нормативни актове. По същия начин, навсякъде се търси икономическата логика, основана в доверието в борсите и равния достъп до информация, за да се обосноват правните решения.

Приносно намирам изследването за деликтния характер на отговорността (пар. 1.2.1) и изследването на правните процесуални особености на евентуалните иски като определяне на подсъдност, присъединяване към иск и разноски.

Изследвано е приложението на европейското право в Закона за публично предлагане на ценни книжа, като щателно се изследва сходството с европейското вторично право.

Научна и практическа ценност на дисертационния труд е сравнителноправното изследване, което включва законодателство и съдебна практика от Канада, Швейцария, особено много от САЩ, Австралия и др.

Особено приносен намирам пар. 2.1.2. Понятието „злоупотреба“ според чл. 14 а от Регламент ЕС № 596/2014.

Глава трета е посветена на наказателноправната защита и макар че дисертационният труд така напуска полето на публичноправните науки, намирам това за оправдано, тъй като комплексното изследване на въпроса без това щеше да е невъзможно. Изследвано е предписанието за наказателноправни последици в Директива 2014/57/ЕС, която допълва Регламент (ЕС) № 596/2014 и е приета въз основа на чл. 83, ал. 2 от Договора за функционирането на Европейския съюз, съгласно който „чрез директиви могат да се установят минимални правила относно определянето на престъпленията и на санкции в съответната област“ и съответното въвеждане на чл. 260а, 260б и 260в в Наказателния кодекс. Проведен е сравнителен анализ с германското законодателство и е направена обоснована критика на допълненията в НК. Силна и приносна е критиката на чл. 260а НК.

Особена ценност намирам изследването на логиката в наказателното правосъдие в Германия, като до ниво практически алгоритъм са изведени стъпките, през които трябва да се премине, за да се обоснове престъпление по аналогичен състав в германското право. Практически полезни са изнесените в дисертационния труд изследвания за понятието „грешка“ и качествата, които трябва да има деецът в Германия. Отразен е и принципният спор дали наказателна отговорност може да се възлага на юридическо лице (с. 143 и сл.). Без значение какво възприемаме в нашето право, изследването на опита и схващанията на германската юриспруденция винаги е полезно.

Като препоръка бих посочил известно балансиране на дисертационния труд, като главите станат примерно равни по обем. Материята по гражданскоправна регламентация на отговорността при търговията с вътрешна информация, която се намира в § 5 на Глава трета аз бих препоръчал да се обособи в четвърта глава, което би направило и Глава трета по-еднородна по характер на разглежданата материя, и би балансирало обема на главите една спрямо друга.

В обобщение: намирам дисертационния труд за стойностен и приносен, с подчертана практическа стойност. Препоръчвам издаването му в монография след известна редакторска намеса.

Не съм установил данни за плагиатство и използване на чужди научни приноси по нерегламентиран от закона начин.

**С оглед изложеното, давам своята положителна оценка на дисертационния труд. Намирам, че се качествата на дисертационния труд с наименование „Правна защита срещу злоупотреба с вътрешна информация при капиталовите пазари съгласно българското и германското законодателство“ дисертантът Анна Тюнис-Бамбалска заслужава присъждане на образователната и научна степен „доктор“ по Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.6 Право, докторска програма „Административно право и административен процес“.**

/п/

доц. д-р Константин Пехливанов

15.05.2024

Пловдив

## OPINION

By Assoc. Prof. Konstantin Vasilev Pehlivanov Ph.D, Associate Professor in the Field of Higher Education 3. Social, Economic and Legal Studies, professional field 3.6 Law (Administrative Law and Administrative Procedure) at the Faculty of Law of University of Plovdiv "Paisii Hilendarski", Public Law Department

On the dissertation for awarding the degree of Doctor by Anna Tönies-Bambalska entitled "Legal Protection against Insider Dealing in Capital Markets under Bulgarian and German Law"

Primary Unit: Department of Public Law, Faculty of Law, University of National and World Economy - Sofia

Scientific supervisor: Prof. Valeriy Georgiev Dimitrov Ph.D.

I am submitting this opinion as a member of the scientific jury appointed by Order No. 1132/19.04.2024 of the Rector for the University of National and World Economy. By decision of the Scientific Jury, Protocol No. 44 of 26.04.2024, I have been entrusted to prepare an opinion.

My conclusions on the admissibility of the procedure are:

- The submitted set of documents complies with the Academic Staff Development Act in the Republic of Bulgaria, its Implementing Regulations and the Regulations of the University of National and World Economy. The abstract is correctly formatted.
- The applicant has met the minimum national requirements and has the required number of publications in refereed and indexed journals.

In conclusion, I find the dissertation admissible for substantive examination before a scientific jury.

My conclusions on the merits of the scientific work are as follows:

The dissertation work entitled "Legal Protection against Insider Dealing in Capital Markets under Bulgarian and German Law" is prepared as a result of a PhD study in the period 31.01.2021 - 31.03.2024. The dissertation consists of 249 pages, including a title page, a table of contents, 218 pages of substantive analytical text, abbreviations used, appendices and references used, which include 289 titles, of which 79 in Bulgarian and 210 in foreign languages. Systematically, the work is divided into an introduction, three chapters and a conclusion.

The introduction sets out the research task and the practical need for such a study - the experience of the last major financial crisis has shown that part of the main preconditions for the occurrence of a financial meltdown of such magnitude are caused by the absence in the legislation of an obligation on banks and financial institutions to exchange and provide publicly relevant information in a timely manner, and at the same time the misuse of information that is not generally available has led many traders and consumers to high-risk investments.

The research task is to study the legislation of the Republic of Bulgaria and the Federal Republic of Germany, making a comparative analysis. As the main method of legal research the comparative law method was chosen. The author assumes that the legislation of the Federal Republic of Germany is highly developed in this area and can serve as a model for mutual achievements, as a result of the analysis ideas for improvement of the legislation are proposed.

Chapter One is introductory in nature and contains a historical overview of the creation and development of the legislation regulating the fight against insider dealing on capital markets. It historically traces the first insider trading cases, as early as 1837, and the case law of the US Supreme Court. The development of the law in the Kingdom of Bulgaria is examined in good faith and detail (pp. 7 - 9), and a study of the criminal law protections then provided is conducted. The development of stock exchanges in Bulgaria, both as legislation and at the level of exchange regulations, is traced in detail (pp. 11 - p. 15). Also examined in detail is the post-1990 revival of the stock exchange. The legislation in the 1990s and the use of the concept of "unfair trading" in the Public Offering of Securities Act are analysed and refracted through the prism of specific stock exchange law. The concept of inside information and the inadmissibility of its misuse also appeared there. In the same line of thought, the development of the concept of insider is analysed in three categories (p. 17 - p. 18). The legal provisions are critically analysed and I share the reasoning on the validity of the transaction under the principle of irreversibility of transactions (p. 19). Similarly, I support the criticism of the lack of a legal definition of the term 'market manipulation'. The author examines in detail and critically the shortcomings of the early legislation at the modern stage and seeks explanations with both legal and economic logic. The process of transposition of the European legislation at the pre-accession stage (Directive 2003/6/EC), which influenced our legislation and corrected gaps in it, is also correctly reflected. The dissertation chapter also discusses the contemporary legislation after 2016 with the adoption of the Law on the Implementation of Measures against Market Abuse of Financial Instruments. The author accepts Bulgaria's obligation, as a member of the European Union, to ensure the implementation of Regulation 596/2014 on market abuse and to transpose EU Enforcement Directive 2015/2392 as a specific reason for the repeal of the previous law.

Similarly, the development of the legal institutes in Germany is analysed in detail, pointing out the German approach of self-regulation and the lack of explicit legal provisions, which the author finds to be an overall failure (p. 27). The comparative law analysis is detailed and conscientious, examining not only enacted statutes, but also drafts, studies, and non-state acts of self-regulation, which today we would describe as 'soft law'. Laws passed since 1991 that improve the situation in Germany are analysed in detail and the case studies surrounding their adoption are illustrated with concrete examples; the reaction of German law to EU law and the changes it necessitates is traced in detail. The local specificities of maintaining self-regulation until full harmonisation of European law is explored, as the Commission sticks to recommendations and non-binding acts.

The interdisciplinary approach is interesting and useful as it explores how the economic problems with the US stock market are influencing the German policy and legislative process (p. 32). The process of full harmonisation, which started with Directive 2003/6/EC and led to EU Regulation 596/2014 and Directive 2014/57/EU and the introduction of insider registers, is traced, as well as the repercussions of the harmonisation process in German law.

I find Chapter Two to be the core of the research and the strongest and most contributory part of the dissertation. The Market Abuse Regulation (Regulation (EU) No 596/2014) sets the ground rules that Member States must comply with and the author focuses his attention on it. It is pertinent to note that the ground for the adoption of the Regulation was prepared by judicial decisions of the CJEU (pp. 39 ff.). Due attention is paid to the origins of the ideas of legal regulation in the case law of the Court and even the verbatim reproduction of its views in the reasoning of the Regulation. Again, with an interdisciplinary approach, the implications of the 2008 crisis and the application of lessons learned in the EU legislative approach are explored. Criticisms against the ideas for a new Regulation are also explored in good faith. In general, the whole thesis is characterised by a careful examination of the theses for and against the

adoption of all regulations. Similarly, throughout, the economic logic based in trust in exchanges and equal access to information is sought to justify legal decisions.

I find the study of the tort nature of liability (par. 1.2.1) and the study of the legal procedural features of contingent claims, such as jurisdiction, joinder and costs, useful.

The application of European law in the Public Offering of Securities Act is examined, and the similarity with European secondary law is thoroughly explored.

The scientific and practical value of the dissertation is the comparative legal research, which includes legislation and case law from Canada, Switzerland, especially many from the USA, Australia, etc.

I find particularly useful par. 2.1.2. The concept of "abuse" according to Article 14a of EU Regulation 596/2014.

Chapter Three is devoted to criminal law defence, and although the thesis thus leaves the field of public law, I find this justifiable, as a comprehensive study of the issue would have been impossible without it. The study examines the prescription of criminal law consequences in Directive 2014/57/EU, which supplements Regulation (EU) No 596/2014 and was adopted on the basis of Article 83(2) of the Treaty on the Functioning of the European Union, according to which 'minimum rules concerning the definition of offences and penalties in the relevant field may be laid down by means of directives' and the corresponding introduction of Articles 260a, 260b and 260c into the Criminal Code. A comparative analysis with German legislation is carried out and a reasoned critique of the additions to the Criminal Code is made. The critique of Article 260a of the Penal Code is strong and contributory.

I find particular value in exploring the logic of criminal justice in Germany, bringing to the level of a practical algorithm the steps that must be gone through in order to justify a crime under an analogous composition in German law. Practically useful are the studies presented in the dissertation on the concept of "fault" and the qualities that a wrongdoer must have in Germany. The principled dispute as to whether criminal liability can be imposed on a legal person is also reflected (pp. 143 ff.). No matter what we perceive in our law, the study of the experience and conceptions of German jurisprudence is always useful.

As a recommendation, I would point to some balancing of the dissertation by making the chapters roughly equal in length. I would recommend that the material on the civil regulation of insider trading liability, which is found in § 5 of Chapter Three, be separated into a fourth chapter, which would also make Chapter Three more homogeneous in the nature of the subject matter, and would balance the volume of the chapters in relation to each other.

In summary: I find the dissertation valuable and contributory, with marked practical value. I recommend its publication as a monograph after some editorial intervention.

I have found no evidence of plagiarism and use of other people's scientific contributions in a way not regulated by law.

**In view of the above, I give my positive evaluation of the thesis. I find that the qualities of the dissertation entitled "Legal Protection against Insider Dealing in Capital Markets under Bulgarian and German Law" the author Anna Tönies-Bambalska deserves the award of the degree of Doctor in the Field of higher education 3. Social,**

**Economic and Legal Sciences, professional field 3.6 Law, doctoral programme  
Administrative Law and Administrative Procedure.**

*/signature/*

Assoc. Prof. Konstantin Pehlivanov Ph.D.

15.05.2024

Plovdiv