

КРИСТИАН ТАКОВ

НЕОБХОДИМИ БЕЛЕЗИ НА ЦЕННИТЕ КНИГИ ЗА УЧАСТИЕТО ИМ В КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР. БЕЗНАЛИЧНИ И НАЛИЧНИ ЦЕННИ КНИГИ

ПОСТАВЯНЕ НА ПРОБЛЕМА

Понятието за ценни книги е аморфно. Не само в българската, но и в повечето правни доктрини. Под този термин се обединяват множество твърде различни правни феномени. Наред с това, в последните години под ценни “книги” се разбират и явления, които нямат нищо общо с традиционния хартиен носител – т.нар. безналични ценни книжа¹.

Това многообразие на правните обекти, обединени под понятието “ценна книга” (ЦКн) налага да се отговори на въпроса, кои от тях могат да участвуват в регулираните пазари на ЦКн, кои от тях са годни за публично предлагане.

Годността на ЦКн за публично предлагане зависи от изпълнението две групи изисквания. Първата група изисквания е формално-законова. Тя може да се нарече още правно-техническа и се свежда до изисквания, установени от закона. Втората група изисквания е съществена, икономическа. Става дума за годността на определени видове ЦКн да участвуват в регулирания капиталовия пазар.

Формалните изисквания към ЦКн се свеждат до 1) техния вид (налични, безналични); 2) лицата, които могат по занятие за извършват сделки с тях; 3) условия за публичното им емитиране; 4) условия за вторичното им предлагане; 5) предпоставки за прехвърлянето им. Формалните изисквания към ЦКн не са предмет на това изследване. То се занимава само със съществните изисквания към ЦКн. Тези съществни изисквания обаче по необходим начин засягат и въпроса за наличността или безналичността на ЦКн.

Статията си поставя също така за задача да хвърли светлина върху някои аспекти на наличните и безналичните ЦКн и да сравни предимствата и недостатъците на едните и другите.

РЕГЛАМЕНТАЦИЯТА НА ЗППЦК

Според Закона за публичното предлагане на ценни книжа² (ЗППЦК) годни за публично предлагане са само безналичните ЦКн, за чието прехвърляне не са предвидени ограничения или условия, както и наличните (материализирани) ЦКн, изрично допуснати до публично предлагане по силата на закон (чл. 3 ЗППЦК).

Буквалният прочит на текста може да остави погрешно впечатление – че принципно се допускат до публично предлагане **всички** безналични ЦКн, стига за транзакциите с тях да няма условия или ограничения и само по изключение (ако специален закон предвижда това) – налични ЦКн, като пред тяхното прехвърляне може да има ограничения или условия.

Всъщност, чл. 3, т. 1 ЗППЦК трябва да се тълкува **стеснително**. Когато закон допуска, налични ЦКн да се предлагат публично, те също трябва да са максимално свободно прехвърляеми, с други думи, пред сделките с тях да няма никакви пречки, идещи от същината и особеностите им. Това тълкуване се налага поради същината на капиталовия пазар – в него обектите на търговия трябва да циркулират максимално свободно, за да обслужват най-добре инвестиционните представи и желания на участващите субекти. Каквито и да било ограничения пред прехвърляемостта на даден обект означават просто, че той поне практически няма да е годен обект на капиталовия пазар.

¹ *Безналичните ценни книги* са всъщност една *contradictio in adjecto* – книгата като материална даденост не може да е “безналична”. Така или иначе, този технически термин се е наложил, макар да не е особено щастливо хрумване на законодателя. На английски те се наричат “book entry securities”, на немски названието им е „Wertrechte”.

² Обн. ДВ, бр. 114/1999, изм. ДВ, бр.63 и бр. 92/2000.

КАКВИ СА СТОПАНСКИТЕ И ПАЗАРНИ ИЗИСКВАНИЯ ПРЕД ЦКН С ОГЛЕД УЧАСТИЕТО ИМ В КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР

Става дума за две основни характеристики – **заместимост** и **свободна прехвърлимост**. Тези две качества са минимално изискуемите. Разбира се, конкретното национално законодателство и отделните борсови правилници установяват множество други изисквания към ЦКн, за да бъдат те допуснати до организирана търговия. Тези допълнителни изисквания са всъщност формалните изисквания към ЦКн, с които тази статия не се занимава.

ЗАМЕСТИМОСТ

“Заместимостта” всъщност тук се употребява в обичайния си смисъл – че дадено количество вещи в оборота се приравнява на същото количество от същите вещи. Заместимостта на ценните книги трябва да се отграничава от друго сродно понятие – родовата определеност. Бидейки заместими, ЦКн, разбира се, са същевременно и родово определени³. Поради някои техни специфики обаче спрямо тях не могат безусловно да се прилагат всички правила за родово определените вещи. Така например при ЦКн няма да важи правилото, че “родът не погива”. ЦКн от определена емисия могат да бъдат извадени от обръщение, емисията може да се сторнира (например ако подписката за записването приключи неуспешно), могат да бъдат кадуцирани (например при намаляване на капитала на АД). ЦКн от една емисия всъщност представляват типичен **“ограничен род”** (genus limitatum).

За да отговарят на изискването за заместимост, всички ЦКн от една и съща емисия трябва да бъдат **стопански равностойни**. Тази равностойност, а оттам – и стопанската заместимост, може да се постигне само ако правата, които дадена ЦКн инкорпорира, са икономически и правно равностойни на тези, инкорпорирани в друга ЦКн.

Поради тази причина две акции, едната от които има 20 купона за дивиденди, а другата – само 17, няма да са равностойни и няма да са заместими. Желаяйки да съхрани в максимална степен заместимостта специално на акциите, българският законодател изрично е забранил прехвърлянето на купоните отделно от акциите (чл. 184 ал. 2 ТЗ). Няма да са равностойни на останалите ЦКн от емисията, а следователно няма да бъдат заместими с тях и онези ЦКн, които могат едностранно да бъдат кадуцирани от орган на емитента.

Заместимостта на ЦКн може да бъде нарушена обаче не само чрез **отделянето (прехвърлянето) на права**, които по принцип ги следват и са типични за тях, а и чрез **създаване на допълнителни, нетипични предимства само за конкретни ЦКн** от една и съща емисия. Така например, ако при емисионната подписка се постави условие, че на първите лица, които са записали ЦКн, ще се предоставят определени предимства, това прави ЦКн от емисията неравностойни помежду им.

Разбира се, тук става дума за предимства, които следват ЦКн през времето на цялото й съществуване, а не се отнасят само до първия й приобретател – няма да е предимство в този смисъл по-ниската емисионна стойност до определен ден от обявяването на подписката; предимство обаче ще бъде обявеното с клауза в подписката право на първите 100 лица, записали ЦКн от емисията, да участвуват с предимство в бъдещи увеличения на капитала – в този случай, макар и неотбелязани в самата ЦКн, тези привилегии могат да се окажат съставна част от правата, които носи със себе си ЦКн.

Всякакви гаранции (поръчителства, авали и др. под.), дадени в полза на определени ЦКн от една и съща емисия, ги прави неравностойни на останалите ЦКн от същата емисия.

Известен проблем със заместимостта, а оттам – и с равностойността, може да изникне от една малко неочаквана посока. Става дума за **различните купюри**, в които се издават ЦКн от една и съща емисия. Трудностите произтичат от вече споменатата характеристика на ЦКн, че те са “ограничен род”. Поради тази особеност в дадена ситуация може на практика да се окаже, че една-единствена ЦКн не може да бъде прехвърлена самостоятелно, а само заедно с останалите, които образуват купюрата. Тази специфика представлява ограничение не само на прехвърлимостта (вж. по-долу), но в крайна сметка – и на заместимостта.

³ Разбира се, индивидуализация винаги може да се постигне – особено при материализираните ценни книги, които по правило имат номерация (вж. чл. 183 т. 3 ТЗ). Тази индивидуализация обаче може да има значение само при изгубване, открадване или унищожаване на ЦКн, както и във връзка с техническа обработка на информацията, свързана с нея. За оборотоспособността на ЦКн тази индивидуализация е без значение.

Поради тази причина сто акции в сто самостоятелни купюри няма да са равностойни на сто акции, инкорпорирани в една-единствена купюра. Акциите в самостоятелните купюри могат да се прехвърлят на практика безпроблемно, докато за акциите, обединени в обща купюра, ще трябва да се търси купувач, който е склонен да придобие цялото количество. Така в крайна сметка се оказва, че различните купюри могат пряко да се отразят на едно изключително важно качество на оборотните ЦКн – тяхната ликвидност (бърза превръщаемост в пари). Ликвидността не е строго правно качество, но има изключително голямо стопанско значение.

Стопанският и технически смисъл на изискването за заместимост може лесно да се извлече от функциите, присъщи на ЦКн. Липсата на заместимост би осуетила функциите им на капиталово вложение и би затруднила до границите на невъзможността участието на ЦКн в организираната търговия. Между два правни субекта цената на едно право може да бъде уговаряна; в съгласиението между тях може да се включват клаузи, които отразяват конкретните особености на това право. Когато обаче офертата за придобиване на такова право е отправена към неограничен кръг лица, когато се предлага не едно, а огромен брой такива права, би било стопански абсурд, всяко от предлаганите права да има различни характеристики, би било немислимо, относно всяко от правата да се водят специални преговори, чрез които да се постига съгласие за реалната му пазарна цена.

Изискването за абсолютната заместимост на ЦКн, допускани до участие в организирана търговия няма позитивно-правна уредба. Това изискване следва да залегне в борсовите правилници.

Най-сетне трябва да се подчертае, че повечето споменати пречки пред заместимостта и равностойността на ЦКн са мислими само при материализираните ЦКн. При безналичните ЦКн те са по-скоро изключени.

СВОБОДНА ПРЕХВЪРЛИМОСТ

Изискването за свободна прехвърлимост е легално установено в чл. 3, т. 2 ЗППЦК. Както вече се посочи, при буквално тълкуване на закона това изискване се отнася само до безналичните ЦКн. То следва обаче да се прилага и спрямо материализираните (налични) ЦКн, ако искаме те да бъдат годен обект на капиталовия пазар.

В съвременните правни системи принципно е установена прехвърлимостта на всички права. Изключения от това правило се установяват или от закона⁴, или се постигат чрез уговорка между страните (чл. 99 ал. 1 ЗЗД). В търговското и по-специално в дружественото право законът установява ред ограничения за прехвърлимостта на членствените права в търговските дружества. Така по правило в персоналните дружества и при ООД прехвърлянето на членството е поставено в зависимост от съгласието на останалите съдружници⁵. По-различно е положението при чисто капиталовите дружества – АД и КДА. Там важи принципът на свободното прехвърляне на членствените правоотношения, като отклоненията от това правило трябва да бъдат изрично установени. Случай на такова изключване на свободната прехвърлимост на членството са винкулираните акции⁶. Винкулирането трябва да бъде предвидено в устава - чл. 185 ал. 2 ТЗ.

От значение за капиталовия пазар е само прехвърлимостта на ЦКн, предвидени в чл. 2 ЗППЦК. Акциите са по начало прехвърлими ЦКн (чл. 175, 185, 187а-187г, 187е ТЗ). Същият принцип за прехвърлимостта важи и за облигациите (чл. 204 ал. 5 ТЗ). Прехвърлими са по дефиниция и правата, варантите, опциите, форуърдите, фючърсите и договорите за разлики, дълговите ценни книжа, както и инвестиционните договори (чл. 2 ал. 1 т. 3, ал. 2 и 3 във вр. с §1 т. 2 - 7 ЗППЦК).

⁴ Така например класическите случаи на непрехвърлимост - правото на ползуване (чл. 56 ал. 2 ЗС), издръжката и пенсията, които са неразривно свързани с ползващото се лице.

⁵ За събирателното и командитното дружество този извод следва от това, че договорът за СД и КД е типичен договор *intuitu personae* и личността на съдружника е негов съществен елемент – чл. 78 т. 1 ТЗ; за ООД от – чл. 129 във вр. с чл. 137 ТЗ, както и от чл. 128 ТЗ.

⁶ Забраната, акциите на приносител да се предават на собственика им преди пълното им изплащане (чл. 178 ал. 3 ТЗ) всъщност не е ограничение на прехвърлимостта на членствените права, тъй като членственото правоотношение (в конкретния случай то е все още *in pendente conditione*) може да се прехвърли безпроблемно чрез джирисване на временното удостоверение (чл. 167 и 187 ТЗ).

Като предпоставка за допустимостта на публичното предлагане на ЦКн чл. 3, т. 2 ЗППЦК установява **липсата на ограничения или условия за прехвърлянето** им. Под **“ограничения”** следва да се разбира принципната забрана на прехвърлянето. Под **“условия”** следва да се разбира, че прехвърлянето е допустимо, но произвежда действие само при наличие на съгласие (разрешение или одобрение) от страна на орган на дружеството. При липса на такова съгласие прехвърлителната сделка ще бъде висящо недействителна и ще се санира само при даването на съответното съгласие. Условие тук следва да се разбира и в смисъла на чл. 25 ЗЗД – бъдещо несигурно събитие.

Възможността, прехвърлянето на ЦКн да се постави под условие или условия следва да се признае с оглед спазване на принципа за свободата на договарянето и автономията на волята (чл. 9 ЗЗД). Емитентът обаче, който се възползва от такава възможност, трябва да понесе и последиците – съответната обременена с условия ЦКн няма да бъде допусната до публично предлагане.

Ограниченията при прехвърлянето на ЦКн са напълно допустими – чл. 185 ал. 2 ТЗ. Такива ограничения могат да се отнасят както до акциите, така и до облигациите (чл. 204 ал. 5 ТЗ), а по аналогия те могат да бъдат установявани и за всички други ЦКн по смисъла на чл. 2 ЗППЦК. Следствието от установяването на ограничения пред прехвърлимостта е същото като поставянето на условия – негодността им за участие в организирания пазар.

Ограничението на свободната прехвърлимост на ЦКн се нарича още **“винкулиране”**. Могат да бъдат винкулирани както поименните, така и безналичните ЦКн. Възможността да се винкулират безналичните ЦКн произтича от тяхното естество. Безналичната ЦКн по природата си е винаги поименна, тъй като съществуването ѝ в правния мир произтича само и единствено от запис в съответен регистър (у нас – единствено Централния депозитар – чл. 129, ал. 1 ЗППЦК). Необходим елемент от този запис е и посочването на титуляра на съответната безналична ЦКн (чл. 136, ал. 1 и 2 ЗППЦК). Въз основа именно на този запис се издава и актът за регистрация по чл. 137, ал. 1, както и удостоверителният документ за притежаваните ЦКн по чл. 137, ал. 2 ЗППЦК. Чрез този удостоверителен документ съответните безналични ЦКн не могат да бъдат прехвърлени посредством неговото цедиране или джиросване, а само чрез вписване в регистъра на Централния депозитар. Удостоверението има само легитимационна и техническа, но няма правна функция. След като по природата си безналичната ЦКн е винаги поименна, спрямо нея ще намира приложение и нормата на чл. 185 ал. 2 ТЗ.

Поради практическата невъзможност за контрол върху прехвърлянията на ЦКн на приносител и поради законовата забрана те не могат да бъдат винкулирани.

Опитът, ЦКн на приносител да се винкулират (например като в устава на емитента се предвиди, че ЦКн от определена емисия, макар и на приносител, са непрехвърлими или че част от емисията, индивидуализирана посредством серийните си номера, е непрехвърлима) няма да произведе действие. Нищожността на такава клауза произтича от противоречието ѝ с чл. 185 ал. 1 ТЗ, който установява начина на прехвърлянето на ЦКн на приносител.

Тук трябва отново да се спомене **проблемът с купюрите**, за който вече стана дума. Както се изтъкна, купюрите, овеществяващи множество ЦКн, могат да се окажат практическа пречка пред прехвърлянето на съответните ЦКн. Би могъл да се постави и въпросът, дали издаването на купюри, съдържащи множество ЦКн, не влиза в противоречие със Закона за защита на конкуренцията (ЗЗК), който в чл. 18, ал. 4 забранява съвместното предлагане на стоки само заедно с други стоки. На този въпрос следва да се отговори отрицателно. В крайна сметка, даден брой ЦКн може да бъде мислен и като единен и неделим обект. В полза на това говори и обстоятелството, че ЦКн могат да бъдат издавани с номинал, какъвто емитентът счита за подходящ. От стопанско гледище е безразлично, дали на пазара се предлага един обект със стойност равна на 1000 или пакет от десет обекта със стойност всеки от по сто. Наред с това, смисълът на забраната на чл. 18, ал. 4 ЗЗК е друг – да не бъде принуждаван потребителят да купува и ненужни обекти, като бъде примамван с необходими такива. Явно е, че ЗЗК има пред вид предлагането на съвкупност от поне два различни обекта. При купюрите, вълпяващи множество ЦКн обаче обектите не са различни, а са еднакви.

Този въпрос всъщност няма почти никакво практическо значение, тъй като допуснати до организирана търговия могат да бъдат принципно само безналичните ЦКн. Поради естеството им при тях въобще не може да се говори за купюри.

Предлагането на **пакети от ЦКн** като единно цяло и условието, че те могат да бъдат прехвърляни в последствие пак само в пакет, също поставят проблем пред прехвърлимостта им. Наред с винкулирането на ЦКн “пакетирането” им е друга мислима хипотеза на установяване на ограничения пред прехвърлимостта им. По начало такова ограничение би следвало да доведе до недопускане до организирана търговия (чл. 3, т. 2 ЗППЦК). Това следствие обаче ми се вижда несъразмерно тежко. Както при хипотезата на множествените купюри (вж. по-горе), така и тук установяването на това условие има само формално, не и съществено значение. Дали ще се предлага една акция с номинал от 1.000 лв. или сто акции с номинал от по 10 лв. в неделим пакет, е стопански безразлично. Поради това установяването на “пакетиране” не би следвало да води до недопустимост на публичното предлагане. В полза на такова разрешение говорят и ред други обстоятелства – така при особено големи публични дружества, чиито акции са разпръснати между необозрим брой дребни акционери, диспергирането на капитала може да прекрачи границите на практическата възможност и мислимост, а във всички случаи ще повлече след себе си несъразмерни разходи. Наред с това, в практиката на развитите страни, а напоследък – и в българската, се наблюдава опасната тенденция на злоупотреба с правата от страна на дребните акционери, които, имайки пренебрежимо малък брой акции, посредством такива укорими действия се опитват да извлекат неполагащи им се облаги или да задоволяват свои странни психологически потребности. На тази два проблема би могъл да се тури кръст чрез “пакетирането” на предлаганите ЦКн. Всъщност, самият законодател разглежда съвкупността от голям мажоритарен акционер и множество миноритарни участия като неестествено явление и дава възможност, миноритарните участия да бъдат прекратени посредством облекчено изкупуване на дяловете на малцинството⁷ (чл. 149 ал. 6 и 7 ЗППЦК).

Едно друго възможно ограничение на правата, идещи от ЦКн, е установяването на задължително представителство в общото събрание само чрез групово (множествено) представителство. Груповото представителство само по себе си не е ограничение на прехвърлимостта, но е опит да се натовари съответната ЦКн с едно значително ограничение – правото на глас да бъде упражнявано не от титуляра, а от друго лице. При това, решително прекращвайки границите на приличието, може да се установи и списък на лицата, измежду които може да се избере представителят. Всъщност става дума именно за опит, защото всъщност такова ограничение е недопустимо. Всеки, който е упълномощил представител, не се лишава от възможността, да извърши съответното действие лично (да се приеме обратното би означавало да се признае действителността от отказ от част от право- и дееспособността). Гаранциите за запазването на правата на акционера се съдържат в чл. 116 ЗППЦК и издадената въз основа на него наредба.

Когато се говори за неограничена прехвърлимост на ЦКн, трябва да се имат пред вид и някои техни иманентни характеристики, които, макар и да нямат пряко юридическо отношение към прехвърлимостта им, създават **психологическите и стопанските предпоставки за функционирането на тази прехвърлимост**. Става дума за защитата на добросъвестното придобиване на ЦКн от неособственик, за облекчената легитимация на титуляра им, в крайна сметка – за защитата на инвеститора от грозящи го опасности. Тези въпроси обаче не могат да бъдат разглеждани в рамките на тази статия.

БЕЗНАЛИЧНИ ЦЕННИ КНИГИ

ПОНЯТИЕТО ЗА БЕЗНАЛИЧНИ ЦКН НА ЗППЦК

ЗППЦК не дава дефиниция на ЦКн или на безналичните ценни книжа. Това понятие следователно остава да бъде изяснено от доктрината. Това, което ЗППЦК съдържа, е всъщност само едно примерно изброяване на онези ценни книжа, които са годни за публично предлагане – чл. 2 от закона. Такива са “**акциите, облигациите и другите дългови ценни книжа, както и другите права, свързани с акции, облигации или други дългови ценни книжа**”. Това изброяване подлежи на допълнителни уточнения. Преди всичко трябва да се имат пред вид легалните дефиниции на самия ЗППЦК. При техния анализ се оказва, че понятието за ЦКн на ЗППЦК е от една страна значително стеснено в сравнение с класическото определение за ЦКн. От друга

⁷ В първоначалния проект за ЗППЦК, текстът на чл. 135, ал. 2 предвиждаше възможност, акциите на миноритарните акционери да бъдат почти принудително изкупени от мажоритарния акционер. Според неприетата редакция на текста последният можеше да отправи търгово предложение, което, ако не беше писмено отхвърлено, се считаше, че съответните акции са изкупени. Това разрешение явно беше счетено за твърде радикално и противоречащо на принципа на автономията на волята и поради това не беше включено в окончателния текст на закона.

страна, под ЦКн ЗППЦК разбира и правни обекти, които решително излизат извън границите на това класическо определение.



На първо място ЦКн по смисъла на ЗППЦК са само безналичните ЦКн. Т.е. **извън обсега на приложението му остават всички материализирани ЦКн, освен онези, които по силата на специален закон са допуснати до публично предлагане**. При това ЗППЦК не прави концесии с чужди законодателства и не признава автоматично допустимостта на ЦКн, отговарящи на изискванията на съответния чужд закон (чл. 141 и сл. ЗППЦК).

Под ЦКн обаче ЗППЦК разбира и **права, които сами по себе си нямат самостоятелно съществуване, а са неделима част от класическото понятие за ЦКн**. Такива например са правото на акционерите да придобият съответна част от увеличението на капитала на АД. Това право според ТЗ е част от членствените права на акционера и по принцип не може да бъде отчуждавано отделно от всички останали членствени права. В този смисъл ЗППЦК на пръв поглед създава нова правна уредба на тези по принцип несамостоятелни права, като им придава относително самостоятелно съществуване (така §1 т. 3 ЗППЦК, който във връзка с чл. 2, ал. 1, т. 3 от същия закон допуска това право на придобиване на съответна част от увеличението на капитала да бъде публично предлагано, т.е. да бъде придобивано и от лица, които не са акционери). Всъщност нова правна уредба няма. Просто ЗППЦК *expressis verbis* подчертава възможността, предвидена в чл. 194 ал. 4 ТЗ – тези права могат да се отнемат на акционерите и да се оферират на други лица. Също така в случая на продажба на права може да става дума и за увеличение на капитала под условие (чл. 195 ТЗ). И двете решения се вземат от общото събрание на АД, но за всяко от тях се изискват различни мнозинства.

На трето място ЗППЦК определя като ЦКн и **някои срочни сделки** – напр. варианти, опции и фючърси (§1, т. 4 – 6 ЗППЦК).

Най-сетне, ЗППЦК нарича ЦКн и **договорите за разлики**, които по същността си са алеаторни договори (§1 т. 7 ЗППЦК), както и **инвестиционните договори** (чл. 2, ал. 3 ЗППЦК).

При явно условната употреба на понятието "ЦКн" и при положение, че законът не регламентира, а само споменава тези финансови инструменти, следва да се отговори на въпроса, **дали изброяването на ЗППЦК е изчерпателно или е отворено?** С други думи, дали до публично предлагане могат да се допускат и други извън изброените ЦКн.

В полза на становището, че изброяването е изчерпателно, може да се изтъкне само един аргумент – че отделните видове ЦКн са винаги позитивно-законодателно уредени и следователно са *numerus clausus*.

Тезата за изчерпателно изброяване на ЦКн има своите основания. ЦКн в класическия смисъл на понятието инкорпорира в себе си множество права, някои от които – потестативни; немалка част от тях са самостоятелни основания за издаване на изпълнителен лист; абстрактността на правата и задълженията, произтичащи от ЦКн, в значителна степен застрашава защитата на длъжника срещу неоснователни претенции и т.н. и т.н.

Този аргумент обаче, макар и силен, не е относим към конкретния случай. Както вече се изтъкна, ЗППЦК въвежда едно понятие за ЦКн, което значително се отклонява от класическото. Законът освен безналичните ЦКн, които имат свои материализирани аналози в акциите и облигациите има пред вид и онова, което чл. 3 на отменения Закон за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества наричаше "инвестиционни договори" (иначе казано – срочните сделки), както и алеаторните "договори за разлики". Явно е, че ЗППЦК се опитва да обхване както класическите ЦКн, така и новите финансови инструменти. Тези нови

финансови инструменти обаче не са и не биха могли да бъдат изчерпателно изброени от никой закон. Преди всичко, тъй като става дума за нови договорни типове, при тях не може да има единна терминология (в повечето държави са възприети англоезичните наименования на съответните правни фигури, но нерядко в тях се влага нееднакво съдържание). На следващо място, финансовата практика непрестанно ражда модификации на съществуващите или съвършено нови инструменти. Така че законодателят не може да си е поставил за цел изчерпателно изброяване.

В полза на отвореното изброяване говори и езикът на самия ЗППЦК – така в чл. 2, ал. 1, т. 3 in fine се говори за “и други дългови ценни книжа”, “или други имуществени права”, “дългови ЦКн, които могат да изразяват и други права”. Така с оглед телеологичното и езиково тълкуване може да се направи еднозначният извод, че **изброяването на видовете ЦКн по смисъла на ЗППЦК не е ограничително, а само примерно.**

Разбира се, когато става въпрос, определен вид ЦКн или сделки да се подведат под действието на ЗППЦК, следва да не се забравят и тези техни характеристики, които ги правят годни за публично предлагане – заместимостта и прехвърлимостта (вж. по-горе).

УРЕДБА НА БЕЗНАЛИЧНИТЕ ЦКН В ДРУГИ НОРМАТИВНИ АКТОВЕ

ЗППЦК завари значителна по обем и доста разпръсната уредба на ЦКн. При това става дума за закони и подзаконовни нормативни актове, които уреждат както безналични, така и материализирани ЦКн. Тези ЦКн отчасти бяха принципно годни за публично предлагане, други могат да придобият тази годност след изпълнение на изискванията на ЗППЦК, а една трета група въобще не би могла да бъде публично предлагана. Пречките пред последната категория са от формално и от съдържателно естество. От формално гледище от публично предлагане са изключени всички материализирани ценни книжа, доколкото специален закон не допуска тяхното публично предлагане. Формалната пречка би могла лесно да бъде преодоляна, като от материализирани тези ЦКн се превърнат в безналични или като бъдат имобилизирани (обездвижени) в Централния депозитар – чл. 141, ал. 2 ЗППЦК. (За някои категории ЦКн обаче това няма да е възможно, тъй като законът ги урежда изрично като такива, които са обективирани на материален носител – например менителничните ефекти, търговските ценни книги на заповед.) От съдържателно гледище негодни за публично предлагане са онези книжа, които не са заместими и не са свободно прехвърлими.

Тук може да се направи само едно информативно изброяване на нормативните актове, които съдържат по-съществена уредба на безналичните ЦКн. Това изброяване е обречено да бъде непълно, а и неактуално кратко време след публикуването на тази статия поради изключителната динамичност на материята. Някои от изброените по-долу актове вече са отменени или за загубили значение, но издадените в тяхно изпълнение безналични ЦКн остават да съществуват в оборота.

1. Закон за публичното предлагане на ценни книжа и по-специално – чл. 111, ал. 3 (за безналичните акции на публичните дружества);
2. Търговски закон и по-специално чл. 178, ал. 2 (за безналичните акции); чл. 204 и сл. (за облигациите); чл. 184 (за купоните към акциите и към облигациите); чл. 167 (за временните удостоверения);
3. Закон за особените залози (за залагането на безналични ЦКн)
4. Данъчен процесуален кодекс – чл. 166, ал. 9 (за вписването на запор върху държавни ценни книжа);
5. Закон за допълнителното доброволно пенсионно осигуряване - чл. 15 и 21 (за вида акции на пенсионно-осигурителното дружество и за вписването на притежаваните от него ЦКн);
6. Закон за приватизационните фондове;
7. Закон за обезщетяване на собствениците на одържавени имоти (във връзка с компенсаторните записи, издавани по този закон);
8. Закон за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия и по-специално - §6 от същия закон (във връзка с инвестиционните бонове, получавани като обезщетение вместо реституция на собствеността), както и чл. 44 и сл. (във връзка с инвестиционните бонове, получавани по право от гражданите на Република България), във връзка с Наредба за реда за подаване на заявления за обезщетяване чрез инвестиционни бонове от лицата по §6 от Преходните и

- заклучителни разпоредби на ЗППДОП (във връзка с привилегированите лица при приватизацията) и във връзка с Наредба за реда за подаване на предложения за приватизация на държавни и общински предприятия и обособени техни части по реда на чл. 35 от ЗППДОП (във връзка с привилегированите лица при приватизацията), както и във връзка с Наредба за условията и реда за предоставяне на информация при продажбите по ЗППДОП (във връзка с процедури, заместващи проспекта при публично предлагане на ЦКн);
9. Валутен закон и Закон за сделките с валутни ценности и валутния контрол (отм.) (във връзка с ограниченията при придобиване на чуждестранни ЦКн от местни лица и на български ЦКн от чуждестранни лица);
 10. Закон за уреждане на необслужваните кредити, договорени до 31 декември 1990 година във връзка с ПМС № 186/1993 Г. за реда и условията за преоформяне в държавен дълг на несъбираемите задължения към банките на еднолични търговски дружества с държавно имущество и държавни фирми към 31 декември 1990 година и във връзка с ПМС № 3/1996 за изменение и допълнение на ПМС №244/1991 за условията и реда за преоформяне в държавен дълг на несъбираемите задължения към банките на държавни фирми и на еднолични търговски дружества с държавно имущество към 31 декември 1990 година, както и във връзка с Наредба за реда за участие в приватизацията на притежателите на държавни дългосрочни облигации, емитирани по реда на ЗУНК и на ПМС №244/1991 за реда и условията за преоформяне в държавен дълг на несъбираемите задължения към банките на държавни фирми и на еднолични търговски дружества с държавно имущество и държавни фирми към 31 декември 1990 година и ПМС №3/1994 за поемане като държавен дълг на крайните задължения, които са просрочени кредити до 31 декември 1992 година от организациите по §12 от преходните и заключителни разпоредби на Закона за собствеността и ползуването на земеделските земи (във връзка със ЗУНК-облигациите и облигациите по вътрешния дълг и функцията им като платежно средство в приватизационни сделки);
 11. Наредба за условията и реда за емитиране, придобиване и изплащане на безналични държавни ценни книжа;
 12. Наредба за условията и реда за придобиване и изплащане на държавни дългосрочни облигации, емитирани в резултат на структурната реформа;
 13. Наредба № 19 за Централния депозитар на ценни книжа;
 14. Наредба за конкурсите (във връзка с особените форми на приватизационните продажби на пакети от акции на държавни предприятия);
 15. Наредба за условията и реда за придобиване при облекчени условия на дялове и акции – собственост на държавата и общините, и за безвъзмездно получаване на акции и дялове – собственост на държавата (във връзка с привилегированите лица при приватизацията);
 16. Наредба за изкупуване на предприятия и техни обособени части без търг или конкурс от лицата по чл. 35 ЗППДОП (във връзка с привилегированите лица при приватизацията);
 17. Наредба за условията и реда, по който кредиторите на приватизираното предприятие могат да придобиват дялове или акции срещу дълга на предприятието (във връзка с привилегированите лица при приватизацията);
 18. Нар. за оценка на обектите, подлежащи на приватизация (във връзка с процедури, заместващи проспекта при публично предлагане на ЦКн);
 19. Наредба за реда за издаването, оформянето, получаването и регистрирането на боновите книжки за участие на гражданите в приватизацията чрез инвестиционни бонове (във връзка с особените процедури по масовата приватизация);
 20. Наредба за реда за организиране и провеждане на централизирани търгове за продажба на акции от предприятия, включени в Програмата за приватизация чрез инвестиционни бонове (във връзка с особените процедури по масовата приватизация);
 21. Наредба за реда за организиране и провеждане на централизирани публични търгове за продажба на акции;
 22. Наредба за условията и реда за прехвърляне на акции по Програмата за приватизация чрез инвестиционни бонове (във връзка с особените процедури по масовата приватизация);

23. Наредба за условията и реда за разпореждане с инвестиционни бонове (във връзка с особените процедури по масовата приватизация);
24. ПМС №263/1995 за определяне на премия към номинала на приеманите като платежно средство в приватизационни сделки държавни дългосрочни облигации (във връзка със ЗУНК-облигациите и облигациите по вътрешния дълг и функцията им като платежно средство в приватизационни сделки);
25. Наредба за условията и реда за участие в приватизацията чрез държавни облигации по външния дълг на Република България (във връзка с облигациите по вътрешния дълг и функцията им като платежно средство в приватизационни сделки);
26. Наредба за проспектите за набиране на капитала и за публично предлагане на акции на приватизационен фонд;
27. Наредба № 6 на БНБ от 19 февруари 1998 г. за кредитиране на банки в левове срещу обезпечение.

ОСОБЕНОСТИ НА БЕЗНАЛИЧНИТЕ ЦКН СПОРЕД ЗППЦК

ЗППЦК позволява публичното предлагане принципно само на безналични ЦКН (чл. 3, т. 2 ЗППЦК).

Това ограничение изглежда оправдано в светлината на предвидената от този закон система за публична търговия с ЦКН. Наистина, регистрацията на ценните книги в ЦД, сигурността на прехвърлянето им, отговорността за изпълнението на задълженията по договорите за транзакции с тях като че ли наистина предполагат съществуването им само в безналична форма. Тук трябва да се добави и едно съществено преимущество на безналичната форма – по природата си безналичните ЦКН са винаги поименни (сметките за ЦКН в съответните регистри винаги се водят на името на определен титуляр). Това пък значително улеснява проследяването на движението им, контрола върху придобиването на дялови участия над установени в закона граници, прави невъзможно изгубването, открадването и унищожаването им и не на последно място представлява сериозно улеснение в борбата с прането на мръсни пари.

Наред с тези безспорни предимства безналичните ЦКН разкриват обаче и ред недостатъци. Ако при прехвърлянето на материализираните ЦКН има ред фактически изисквания, тук изискванията вече се свеждат до извършване на ред правни действия. Тези правни действия наистина водят до по-голяма сигурност, но тя има своята цена, която не е никак малка. ЗППЦК и Наредбата за дейността на Централния депозитар предвиждат сравнително усложнена процедура за прехвърляне на безналични ЦКН. Освен невъзможността, транзакцията на съответната безналична ЦКН да се извърши незабавно след вземане на съответното решение, тя по необходимост е свързана и с транзакционни разходи (transaction costs). Тези транзакционни разходи могат да бъдат и пренебрежимо малки при големи обеми на търговия, но при прехвърляне на една безналична ЦКН или ограничен брой те могат да се доближат до границите на очакваните приходи от съответната ЦКН или дори да ги надхвърлят, като по този начин сведат съответната покупка или продажба до стопанска безсмислица. Може да се очаква, че като краен резултат тази особеност ще рефлектира в “замръзване” на пазара на малките обеми безналични ЦКН. На следващо място, спецификите по прехвърлянето освен високата си цена при малки обеми на търговия, ще имат и един друг неблагоприятен ефект – правната усложненост на придобиването и отчуждаването на безналичните ЦКН ще има определено “плашещо въздействие” върху дребния вложител. Така огромната маса дребни вложители най-вероятно ще предпочита да влага свободните си средства под една или друга форма в банките, а не в инвестиционния инструмент на ЦКН. Ако такава е била целта на законодателя, взетото от него решение, само безналичните ЦКН да са годни за борсова търговия, може да се нарече целесъобразно. Друг е въпросът, че такова едно решение, на практика изключвайки дребния инвеститор от капиталовия пазар, предоставя този пазар почти само на банките и големите или институционални инвеститори.

Такава законодателна политика не може да бъде приветствувана. Вярно е, че големите инвеститори разполагат с повече знания и умения за търговия на капиталовите пазари. Вярно е обаче също така, че поради на практика монополното си положение (въпреки теоретично неограничения им брой в рамките на един капиталов пазар) последното нещо, за което те ще се погрижат, са интересите на дребния вложител. Неговата роля поради логиката на

нещата ще се сведе само до захранването на банките и инвестиционните дружества със свежи пари. От получените печалби този дребен инвеститор ще може да се радва само на подхвърлени му трохи. С особена сила това ще важи при паричните вложения в банки. Парите на вложителите освен за кредити, които банките дават, ще се използват и за инвестиции на капиталовия пазар. Вложителят обаче в никакъв случай няма да получава справедлива цена (лихва) за вложените си пари.

Става ясно, че възприетата от законодателя политика (годни за борсова и публична извънборсова търговия да са на практика безналичните ЦКн) неизбежно ще резултира в още по-голямо отваряне на ножицата между състоятелните и малоимотните. Тези разсъждения в никакъв случай не бива да се схващат като призив към егалитаризъм или като замаскирано искане за по-засилена преразпределителна функция на държавата. Прекомерните имуществени различия в обществото обаче имат негативни последици, чието изброяване тук би подценило читателя. Като се има пред вид, че в България традиционно господства левичарската народо-психология, подобен политически подход е и явно неадекватен. Либералното (и най-подходящо) разрешение на проблема е, на всички участници в пазара да се осигурят (поне формално) еднакви изходни условия. Конкретно това означава, транзакционните разходи да бъдат сведени до минимум – а при безналичните ЦКн това за съжаление не е възможно.

Законодателното решение, на практика само безналичните ЦКн да са годен обект на публично предлагане, има и един много сериозен макроикономически недостатък, който граничи с недомислица. Става дума за следното. Българският капиталов пазар не може а и не бива да бъде мислен като затворена система.

Неговите обекти – български ЦКн - трябва да могат да се предлагат на чужди капиталови пазари (това всъщност може да бъде значителна част от чуждестранните инвестиции в България). Съответният чужд капиталов пазар обаче може да изпитва недоверие или въобще да не признава безналичната форма на ЦКн⁸. На второ място, чуждестранните инвеститори, ако решат да инвестират в български ЦКн на българския капиталов пазар, може да предпочитат предимствата на анонимните материализирани ЦКн на приносителя, които обаче не им се предлагат. Тези обстоятелства могат да се окажат фактическа пречка пред чуждестранните инвестиции въобще.

Ако българската правна система изповядва принципите на свободната пазарна икономика (а това е нейна конституционна предопределеност – чл. 19, ал. 1 от Конституцията), на българските правни субекти (физически или юридически лица) трябва да се даде възможността да избират не само къде да вложат свободните си средства (в банки или ЦКн), но тази възможност трябва да включва и свободния избор между български и чуждестранни ЦКн. Към днешна дата обаче огромната част от чуждестранните ЦКн не отговарят на изискването на чл. 3, т. 2 ЗППЦК – те са материализирани върху хартиен носител.

В днешно време “български инвестиции в чужбина” звучи почти еретично. Държавата наистина се нуждае от впрягане на всички свободни средства в икономиката и поради това инвестициите извън страната (наричани доста емоционално “изтичане на капитали”) се считат едва ли не за обществено опасни и се проявява известна склонност към класифицирането им в предмета на дейност на съмнителни стопански групировки или дори престъпни структури. Нещо повече – по силата на Валутния закон тези български инвестиции в чужбина са поставени под разрешителен режим (странно защо наречен “регистрационен”), а онзи, който се опита да получи съответното разрешение (според законовата терминология – “регистрация”), най-вероятно ще остане разочарован и ще се види принуден или да се откаже, или да не репатрира задграничните си печалби и да ги влага там, където ги е получил, или да си осигури необходимото му разрешение по алтернативни способы. Всеки от тези пътища или започва, или завършва с конфликт със закона.

В тази връзка законодателят би бил добре посъветван, да си припомни мисълта на Montesquieu, че “е по-добре законът да може това, което иска, отколкото да иска това, което не може”. Законодателните прегради пред стопанското развитие са прегради пред свободата на личността и винаги резултират в криминализация на икономиката, разрушаване на правосъзнанието или дискредитация на правото.

Най-сетне, не бива да се забравя, че общото благосъстояние е сума от имуществата на индивиди. Опитите за постоянно преразпределение и за установяване на “справедливи” или “целесъобразни” правила в исторически план винаги резултират в намаляване на въпросното общо благосъстояние. Освен това, когато се говори за крайно опасното понятие “държавен интерес” и в негово име се вършат законодателни произволи, винаги трябва да се припомня, че индивидът е целта, а държавата е средството, а не обратното. Такъв поне е контекстът на европейската култура от Ренесанса насам.

На горните разсъждения може да се възрази, че ЗППЦК всъщност не изключва материализираните ЦКн от организираната търговия. Та нали чл. 3, т. 1 ЗППЦК изрично допуска, те да бъдат публично предлагани. Това всъщност е законодателна привидност. За да бъдат материализираните (налични) ЦКн допуснати до капиталовия пазар, първо, тази

⁸ Още повече, че прехвърлителните действия с безналичните ЦКн ще се извършва от българска институция (Централния депозитар), към която и към дейността на която чуждите инвеститори да изпитват известно недоверие.

привилегия трябва да се даде тям чрез специален закон. И второ – наличните ЦКн, за да бъдат допуснати до публично предлагане, те трябва да бъдат обездвижени, т.е., да се превърнат на практика в безналични ЦКн. Най-сетне, въпросното обездвижване не може да става както обикновено се практикува – чрез влагането им в определена банка, която ги предава на съответния им титуляр при договорени условия, а може да се извършва само в Централния депозитар.

Това на практика означава, че съдбата на чуждестранни материализирани ЦКн 1) ще зависи от политическата воля на българския парламент; 2) че тези ЦКн трябва да бъдат физически изнесени от страната на произхода си и да бъдат внесени в България и 3) че титулярът на тези ЦКн ще може физически да ги придобие, само като дойде в България. Най-сетне, добавя се и още едно, четвърто условие – въпросът с физическото придобиване на въпросните ЦКн няма да се реши, преди същите да бъдат "раздвижени" от Централния депозитар, сиреч, преди да бъдат извадени от публично предлагане в България. Изложените "ред и условия" за участието на чуждестранни емитенти на българския капиталов пазар са всъщност зле замаскирана забрана за такова участие.

ЦЕННАТА КНИГА КАТО МАТЕРИАЛИЗИРАН ОБЕКТ

Съгласно ЗППЦК материализираните ЦКн принципно не са годни за публично предлагане, освен ако специален закон допуска тяхното включване в българския капиталов пазар (чл. 3, т. 1 ЗППЦК) и ако те са обездвижени в Централния депозитар (чл. 141, ал. 2 ЗППЦК).

Всички изброени в предходната точка предимства на безналичните ЦКн не съществуват при материализираните (на хартиен или друг неелектронен носител) ЦКн.

Така за прехвърлянето на материализираната ЦКн по начало са налице допълнителни изисквания (фактическо предаване, евентуално джиро при поименните ЦКн), които с оглед на доказване в евентуални съдебни спорове по принцип следва допълнително да бъдат удостоверени (напр. разписка за получаване и др.под.). Освен практическите неудобства, свързани с тези допълнителни изисквания, някои от тях крият в себе си и опасността, при нередовното им извършване съответната транзакция въобще да не произведе действие. Съхраняването на материализираните ЦКн само по себе си е свързано с разходи (наемане на банкови касетки, разходи за охранителни системи и трезори и т.н.). В случай, че материализираната ЦКн бъде изгубена, открадната или унищожена, на титуляра остава възможността да инициира особеното охранително производство по обезсилване на ЦКн (чл. 456 и сл. ГПК). При материализираните ЦКн на приносител контролът върху придобиването на дялови участия над определени граници е невъзможен (това обаче не може да се счита за сериозен недостатък на материализираните ЦКн, тъй като в случаите, когато такъв контрол над дялови участия се предвижда, законът винаги паралелно поставя и изискването, съответните ЦКн да са поименни. При материализираните ЦКн – както тези на приносител, така и поименните – трудно може да бъде проследявано движението им във всеки конкретен момент. Вярно е, че транзакциите с поименни с ЦКн трябва да се отбележат в съответни книги в дружеството-емитент (чл. 185 ал. 2 ТЗ), като тези книги се водят от Централния депозитар (чл. 135, ал. 1, чл. 136, ал. 2 и § 9 ЗППЦК), но също така е вярно, че това отбелязване може да стане и непосредствено преди момента, в който съответната ЦКн ще трябва да се предяви, за да бъдат упражнени правата по нея. Така щото в крайна сметка контролът върху титулярството на материализираните ЦКн не може да бъде ефективен.

Може да се попита – какъв е въобще смисълът от контрол над титулярството на ЦКн – разбира се, извън случаите, когато законът изрично го изисква. Смисълът, разбира се, излиза извън границите на правото и може да бъде най-вече стопански и управленски. Така например поведението на едно предприятие зависи както от управителните му органи, така и от собствениците му. Другите агенти на пазара могат да бъдат изненадани от внезапната и краткосрочна смяна на собственика. В такава ситуация те ще трябва да преосмислят поведението си, а в много случаи ще бъдат принудени да променят и стратегията си.

Материализираните ЦКн са отдавна използвано и като че ли най-ефективно средство за изпиране на мръсни пари. Борбата с този тип престъпления е особено затруднена поради трудната проследимост на прехвърлянията на ЦКн. Трябва да се отбележи, че при ЦКн на приносител тази борба става почти обречена. При поименните ЦКн тя обаче също не е безпроблемна поради вече посоченото възможно времево отстояние между момента на прехвърлянето на поименната ЦКн и вписването на това прехвърляне в съответната книга на дружеството-емитент.

СРАВНИТЕЛНА ТАБЛИЦА НА ПРЕДИМСТВАТА И НЕДОСТАТЪЦИТЕ НА БЕЗНАЛИЧНИТЕ И МАТЕРИАЛИЗИРАНИТЕ ЦЕННИ КНИГИ

	Безналични ЦКн	Материализирани ЦКн	
		На приносител	Поименни
Възможност за регистрация	Оптимална	Липсва	Задоволителна
Гаранции срещу фалшификация	Оптимални	Задоволителни	Задоволителни
Гаранции за насречно изпълнение при прехвърляне на ЦКн	Оптимални	По принцип липсват	Задоволителни
Проследяване на транзакциите с ЦКн	Оптимално	Невъзможно	Задоволително
Анонимност на придобиването	Липсва	Оптимална	Гарантирана само до момента на вписването в съответната книга на емитента
Контрол върху дяловото участие	Оптимален	Липсва	Налице едва след вписването в съответната книга на емитента
Риск от изгубване, открадване или погиване	Няма	Максимален	Максимален, но редуциран от доказателствения ефект на вписването в книгата на емитента
Злоупотреба с ЦКн при прането на пари	Минимална възможност	Максимална възможност	Ограничена възможност
Особености при прехвърлянето на ЦКн	Усложнена процедура	Просто предаване	Джиро
Разходи по прехвърлянето (transaction costs)	Значителни	Няма	Няма
Практическа достъпност до дребния вложител	Незадоволителна	Максимална	Задоволителна
Достъп до българския капиталов пазар	При удовлетворени други законови изисквания	При удовлетворени други законови изисквания, при изрична допуснатост от специален закон и при обездвижване	При удовлетворени други законови изисквания, при изрична допуснатост от специален закон и при обездвижване
Достъп до чужди	Проблематична	Принципно	Принципно добра

	Безналични ЦКн	Материализирани ЦКн	
		На приносител	Поименни
капиталови пазари		добра	
Взаимна заместимост и липса на ограничения пред прехвърлимостта	Оптимални	Добра	Проблематична