

СОФИЙСКИ УНИВЕРСИТЕТ „СВ. КЛИМЕНТ ОХРИДСКИ“

ЮРИДИЧЕСКИ ФАКУЛТЕТ

Катедра „Гражданскоправни науки“

АВТОРЕФЕРАТ

на

ДИСЕРТАЦИОНЕН ТРУД

ЗА ПРИДОБИВАНЕ НА ОБРАЗОВАТЕЛНАТА И НАУЧНА СТЕПЕН

„ДОКТОР ПО ПРАВО“

НА ТЕМА

**ПУБЛИЧНОТО ПРЕДЛАГАНЕ
НА ЦЕННИ КНИЖА**

Автор:

ЯСЕН ЛЮБЕНОВ НИКОЛОВ

Научен ръководител: проф. д.ю.н. Ангел Калайджиев

гр. София, 2018 г.

ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Актуалност на проблема

Актуалността на темата за публичното предлагане на ценни книжа се предполага от обстоятелството, че не съществува цялостно изследване на уредбата в българската правна литература. Почти липсват и разработки по отделните въпроси на тази материя. На нея са посветени само няколко статии, както и коментари, които обаче засягат само отделни аспекти, при това недостатъчно детайлно. Публичното предлагане на ценни книжа не е предмет на внимание и в учебните курсове по търговско право, като изучаването на материята от студентите в юридическите факултети в страната става преди всичко в рамките на избираеми лекционни курсове по „Капиталови пазари“.

Бурното развитие на икономиката през последните повече от двадесет години, възраждането на търговското право, както и хармонизацията на националното ни законодателство с правото на Европейския съюз, доведоха до появата на нови правни институти и завариха неподготвена правната наука. Честите промени и усложняването на регулацията на ниво Европейски съюз допълнително затрудняват научното осмисляне на модерните институти на търговското право.

Дисертационният труд си поставя за цел да предложи цялостен анализ на публичното предлагане на ценни книжа, като подходът е да бъдат обхванати както частноправните, така и публичноправните аспекти на понятието. Изборът на такъв подход е наложителен, предвид интердисциплинарния характер на материята.

Усложнената нормативна уредба както на национално, така и на европейско ниво, поражда множество теоретични и практически проблеми, във връзка с понятието и фактическия състав на публичното предлагане на ценни книжа; изготвянето, одобрението и публикуването на проспекта; особеностите при публичното предлагане на облигации, както и отговорността и правните последици при публично предлагане на ценни книжа, извършено при проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация.

Разгърналата се през последното десетилетие световна финансова криза в още по-голяма степен подчертава важността на научното осмисляне на уредбата на публичното предлагане на ценни книжа, което, от своя страна, е предпоставка за по-ефективно усъвършенстване на законодателството в насока предотвратяване на различните „изкривявания“ на пазара на ценни книжа.

Цел и задачи на изследването

Целта на дисертационния труд е да бъде направен цялостен анализ на правната уредба на публичното предлагане на ценни книжа в Република България, като смесен фактически състав, а за осъществяването на тази цел в дисертацията са поставени следните научни задачи:

1. Изясняване на понятието и правната същност на публичното предлагане на ценни книжа, извеждане и анализ на отделните елементи от смесения фактически състав.
2. Проследяване на историческото развитие и еволюцията на правната уредба и на разбиранията за нормативна регламентация на публичното предлагане на ценни книжа.
3. Изследване на въпросите за характеристиките на ценните книжа, които могат да бъдат предлагани публично, както и за правната уредба и отношенията между участниците в публичното предлагане на ценни книжа.
4. Съпоставка и разграничение между публичното предлагане на ценни книжа и близки по белези фигури, като рекламирането на ценни книжа и краудфъндинга.
5. Систематизиране и анализ на изискванията за изготвяне, одобрение и публикуване на проспекта за публично предлагане на ценни книжа.
6. Анализ на особеностите в нормативната уредба на публичното предлагане на облигации.

7. Изследване на нормативната уредба на отговорността и правните последици при публично предлагане на ценни книжа, извършено при проспект, съдържащ невярна, непълна или заблуждаваща информация.

Методология на изследването.

В изследването са използвани правно-догматичният и позитивистичният метод, посредством които е анализирана действащата нормативна уредба на публичното предлагане на ценни книжа в Република България. Приложение намират системният и дедуктивния метод, при които правните явления се разглеждат в тяхната взаимна връзка и според мястото им в правната система.

В дисертационния труд е застъпен и историческият метод, посредством който са проследени историческото развитие и еволюцията на правната уредба на явлението, като са открити икономическите причини и закономерности, довели до сегашните подходи при нормативната му регламентация.

Чрез използването на сравнителния метод е показана законодателната уредба на публичното предлагане на ценни книжа в Европейския съюз и в Съединените американски щати. Това не е извършвано самоцелно, а за да бъдат разкрити и обобщени различните възгледи и подходи на законодателите към анализираното правно явление, в контекста на предложенията за усъвършенстване на действащата у нас нормативна уредба.

При търсенето на отговор на поставените теоретични въпроси е отдаван приоритет на практическото им измерение, като е анализирана практиката на съда и на Комисията за финансов надзор. На критичен анализ са подложени становищата по обсъжданото правно явление в българската правна литература, както и трудове на чуждестранни автори. При изследването на предмета на дисертацията е използван интердисциплинарен подход, доколкото нормативната уредба съдържа както норми на частното право, така и такива на публичното право. По-конкретно, освен че използва инструментариума на търговското право, трудът обръща внимание и на административноправния характер на уредбата, регулативните и надзорни аспекти на

изследваното явление. В допълнение, съчетани са юридическият с икономическия изследователски подходи.

Обем и структура на дисертацията

Дисертацията се състои от титулна страница, съдържание, въведение, четири глави, заключение и библиография в общ обем от 226 страници текст. Направени са 282 бележки под линия, а списъкът с използваната литература съдържа 88 заглавия (22 на български език и 66 на чужд език).

КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ОСНОВНОТО СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Въведение

Във въведението на дисертацията е обоснована актуалността на изследването, както и неговите предмет, цел и задачи. Маркирани са причините, поради които дружествата прибягват до публично предлагане на ценни книжа, както и влиянието на финансовата криза върху уредбата на явлението. Подчертана е ролята на Комисията за финансов надзор, в качеството ѝ на национален надзорен орган, който следи за спазването на нормативната уредба в областта на инвестиционната дейност и в частност – на публичните предлагания на ценни книжа. Акцентирано е върху обстоятелството, че рисковият характер на инвестиционната дейност налага нормативното закрепване на редица предварителни (“ex ante”) гаранции за инвеститорите, изразяващи се преди всичко в задължението за публикуване на проспект за публично предлагане на ценни книжа по начин и съдържание, съответстващи на нормативните изисквания, както и на правните последици при нарушаването на тези изисквания, явяващи се последващи (“ex post”) гаранции.

Във въведението са посочени и използваните в дисертацията методи на изследване. Акцентирано е на обстоятелството, че предвид комплексния характер на въпросите, посветени на финансовото инвестиране и в частност на публичното предлагане на ценни книжа, традиционният инструментариум на правото се явява до голяма степен неспособен да осмисли пълноценно действащата у нас правна уредба в тази сфера. Последното обстоятелство се дължи на факта, че изясняването на финансово-инвестиционната дейност предполага и икономически, освен правен, подход. От друга страна, законодателството, регулиращо материята представлява амалгама от публичноправни и частноправни норми, като преобладават първите. Законът в голяма степен е призван да постави публичноправната рамка, в чиито граници да се разгърне стопанската дейност по емитирането на ценни книжа и предлагането им за придобиване от инвеститорите.

Основният правно-политически спор, който търси своето разрешение, е свързан с това, дали да се върви към повече регулация или обратно – пазарите да се дерегулират. Посочено е, че е нужно да бъде намерена мярката при законодателното уреждане на публичното предлагане на ценни книжа, като основният приоритет следва да бъде защитата на инвеститорите и на пазара, като цяло, без да се засяга неговата ефективност. Това би се реализирало единствено чрез поддържането на задължителни правила за разкриване на информация, що се отнася до емитентите и до предлаганите ценни книжа.

Глава първа – Понятие и правна същност на публичното предлагане на ценни книжа.

1. Историческо развитие и еволюция на правната уредба и на разбиранията за нормативна регламентация на публичното предлагане на ценни книжа.

В първата глава е проследено историческото развитие на публичното предлагане на ценни книжа, като е посочено, че корените му могат да бъдат открити в римското право. В древен Рим са съществували т.нар. публикани (publicani), чиито ценни книжа са били продавани на публиката и впоследствие търгувани на пазара на форума.

За първото модерно публично предлагане на ценни книжа се приема емитирането на акции на холандската източноевропейска компания (“Vereenigde Oost-Indische Compagnie”) през 1602 година. Инвеститорите, придобили акции, са получавали сертификати, които по същността си не са били ценни книжа. Правото на членство се е удостоверявало чрез вписване в книгата (дружествения регистър) на акционерите на компанията. Първото публично предлагане на ценни книжа, извършено в Съединените американски щати е било осъществено от Северноамериканската банка около 1783 година.

Посочено е, че водещи при уредбата на публичното предлагане на ценни книжа са американският и европейският модел. След появата на световната финансова криза се открояват известни празноти в уредбата на материята и при двата модела, като се налага необходимостта от въвеждането на по-сериозен надзор върху по-големите дружества, увеличаване на прозрачността на пазара на ценни книжа, както и усъвършенстване на изискванията за капитала и ликвидността. Изложени са съществуващите в хода на историята теоретични спорове относно това дали следва да бъде разкривана информация чрез публикуването на проспект и в каква степен.

Направен е изводът, че недостатъчната ефективност на регулаторната рамка понастоящем, не следва да води до отричане на досегашния модел. Тя може да бъде повод за надграждане и доразвиване на постигнатото дотук, но не и на отричането на правилата за задължително разкриване на информация. Напротив, тъкмо последните допринасят за стабилността на пазара, като защитават инвеститорите и намаляват рисковете, които стоят пред тях. В този смисъл, развилата се след 2008 г. глобална финансова криза подчертава в още по-голяма степен важността на настоящия регулаторен подход, що се отнася до информирането на инвеститорите.

2. Действаща нормативна уредба на публичното предлагане на ценни книжа.

По-нататък в изложението са изброени актовете на европейско и национално равнище, регулиращи материята, като е акцентирано на основното значение, което има Директива 2003/71/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 4 ноември 2003 година относно проспекта, който следва да се публикува, когато публично се предлагат ценни книжа или когато се допускат ценни книжа до търговия („Директивата за

проспектите“). Последната въвежда принципите, които е нужно да се спазват при изготвянето на проспекти и има съществена роля в хармонизирането на националните законодателства в областта на капиталовите пазари, както и за постигане на по-висока степен на защита на инвеститорите и премахване на пречките при трансграничното движение на капитали, с оглед създаването на единен пазар в областта на финансовите услуги. Директивата за проспектите се допълва от Регламент (ЕО) № 809/2004 на Комисията от 29 април 2004 година относно прилагането на Директива 2003/71/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на информацията, съдържаща се в проспектите, както и формата, включването чрез препратка и публикуването на подобни проспекти и разпространяването на реклами. Регламентът разписва детайлно в табличен вид минимално необходимите информационни ядра, които следва да бъдат инкорпорирани в проспектите за публично предлагане на ценни книжа. Съществуват и други актове на Европейския съюз, които имат отношение към материята, като например т.нар. Директива за прозрачността и Регламентът за пазарните злоупотреби.

Действието на Директивата за проспектите обаче е ограничено във времето, доколкото през лятото на 2017 г. беше приет нов Регламент (ЕС) 2017/1129 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 година относно проспекта, който трябва да се публикува при публично предлагане или допускане на ценни книжа до търговия на регулиран пазар. Предвидено е регламентът да влиза постъпателно в сила, като от 21 юли 2019 г. да замени изцяло Директивата за проспектите. Подходът на замяна на директива с регламент обаче няма да доведе до съществена промяна в съдържанието на регулацията. Следваните принципи и нормативно разписани подходи при регламентирането на публичните предлагания на ценни книжа няма да бъдат променени коренно. Съществената разлика ще бъде в начина на регулиране, доколкото регламентът ще създаде напълно единна уредба на явлението на територията на всички държави-членки на Европейския съюз.

Отбелязани са и националните актове, водещо значение сред които има Законът за публичното предлагане на ценни книжа, транспониращ в националното право Директивата за проспектите. Отношение към материята имат също Законът за пазарите на финансови инструменти, Наредба № 2 от 17 септември 2003 г. за проспектите при публично предлагане и допускане до търговия на регулиран пазар на ценни книжа и за разкриването на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа, както и други вътрешни актове.

3. Сравнителен анализ на публичното предлагане на ценни книжа.

В първата глава е направен и сравнителен анализ на уредбата на публичното предлагане на ценни книжа, като са разгледани двата основни модела на регулация – европейският и американският. На първо място внимание е обърнато на европейския модел. Анализирани са ролята на Европейския орган за ценни книжа и пазари, който се явява наднационален европейски надзорен орган. Същият има правомощие да изготвя регулаторни и технически стандарти на основата на законодателството във финансовата сфера в рамките на Европейския съюз, да издава насоки и препоръки за прилагането на правото на Съюза, да насърчава прозрачността, опростяването и справедливостта на пазарите, с оглед защитата на потребителите на финансови продукти и други.

Отбелязано е, че правото на Европейския съюз е основната движеща сила за развитие на правото на публичното предлагане на ценни книжа във всички държави-членки. Но въпреки съществуването на хармонизирана европейска уредба и наднационални актьори, изпълнението на действащото законодателство в материята е възложено преимуществено на националните контролни органи. Анализът в дисертационния труд на националната уредба на публичното предлагане на ценни книжа разбираемо същевременно представлява анализ на европейския модел.

На следващо място, внимание е обърнато на американския модел, като е посочено, че регулацията на ценните книжа в Съединените американски щати се осъществява от Закона за ценните книжа (the Securities Act) от 1933 г. Надзорният орган, който извършва административен контрол над публичните предлагания там е Комисията за ценните книжа и борсите (*на англ.* Securities and Exchange Commission - SEC), пред която всеки емитент, желаещ да емитира публично ценни книжа, е нужно да заяви регистрационен документ, аналог на проспекта за публично предлагане на ценни книжа.

В САЩ също е предвиден разрешителен режим, доколкото публичното предлагане на ценни книжа не може да бъде извършено, без посоченият регистрационен документ да бъде потвърден от Отдела за корпоративни финанси към Комисията за ценните книжа и борсите. Отново, както и при европейския режим, административният орган може да дава указания за отстраняване на нередовности в

регистрационния документ или за предоставяне на допълнителна информация в хода на административното производство.

Проверката на Комисията за ценните книжа и борсите също не може да гарантира верността на цялата предоставена с проспекта информация, нито точното определяне на цените на предлаганите ценни книжа.

4. Ценни книжа, предмет на публично предлагане.

По-нататък изложението на дисертационния труд продължава с анализ, съдържащ извеждане на характеристиките, които следва да притежават ценните книжа, които могат да бъдат предлагани публично. На първо място, предмет на внимание в труда са преди всичко безналичните ценни книжа, които могат да бъдат предмет на публично предлагане. Доколкото безналичните ценни книжа са единствено от групата на инвестиционните ценни книжа, може да бъде направен и следващият извод, а именно, че предмет на публично предлагане на ценни книжа могат да бъдат само инвестиционни ценни книжа. На следващо място, нужно е емитираните ценни книжа да притежават качеството прехвърлимост. Неслучайно приетият през 2018 г. Закон за пазарите на финансови инструменти заменя понятието „ценни книжа“ с „*прехвърлими ценни книжа*“, за да подчертае техният основен белег. Така, не може да бъде извършвано публично предлагане с винкулирани ценни книжа.

Безналичните ценни книжа могат да бъдат определени като прехвърлими права, регистрирани по сметки в Централния депозитар или в Българската народна банка, респ. поддепозитар за държавни ценни книжа. Законът за публичното предлагане на ценни книжа в чл. 2, ал. 1 извежда определение на безналичните ценни книжа, които могат да бъдат предлагани публично, като закрепва изрично възможността да бъдат търгувани на капиталов пазар, както и изключенията – платежни инструменти, които не могат да бъдат обект на публично предлагане. В допълнение, посочена е теоретичната възможност, по изключение, обект на публично предлагане да бъдат налични ценни книжа – възможност, която не може да бъде реализирана на практика.

Логично, доколкото единствено безналични ценни книжа могат практически да бъдат предмет на публично предлагане, може да бъде направен изводът, че същите са само поименни ценни книжа. Поименният им характер позволява по всяко едно време

да се знае кой е титулярът на правата по тях. Информация за това се съдържа в регистрите на Централния депозитар, където те се регистрират както при тяхното издаване, така и при последващото им прехвърляне.

5. Понятие и същност на публичното предлагане на ценни книжа.

В първата глава са посочени и причините, поради които дружествата прибягват до публично предлагане на ценни книжа. Посочено е, че такава причина представлява престижът за едно дружество да бъде публично и да е осъществило успешно набиране на капитал или други средства при условията на публично предлагане. Придобиването на публично качество е знак за инвеститорите и контрагентите за финансовата стабилност и надеждността на емитента, което от своя страна носи ползи за същия в краткосрочен и по-дългосрочен план. От друга страна, допускането на ценните книжа до търговия на регулиран пазар може да окаже положително влияние върху условията, при които емитентът ще получава финансиране от финансови институции за в бъдеще. Но основната икономическа цел на публичното предлагане на ценни книжа е привличането на допълнително финансиране, при което се излиза извън вътрешно генерирани ресурси или зависимост от банкови институции.

Направен е анализ на капиталовите пазари, на които на база на търсенето и предлагането дружествата набират капитал или получават заемни средства, както и където се търгуват финансови инструменти, във връзка с това. Посочени са особеностите на отделните видове капиталови пазари.

Специално внимание е обърнато на понятието за публично предлагане на ценни книжа. Законът го урежда като смесен фактически състав, при осъществяването на който се предоставя информация на сто и петдесет или повече лица или до неопределен кръг лица за предлагане на ценни книжа. Тази информация следва да бъде достатъчна, за да може инвеститорът да реши дали да закупи или запише предлаганите ценни книжа. Емитентът предоставя възможност директно на инвеститорите да придобият така предлаганите от него ценни книжа, с оглед финансирането на дейността му. Тази възможност, от своя страна, бива предоставяна, като инвеститорите биват информирани, че могат да придобият ценни книжа от дадения емитент. За целта им се предоставя информация за същия този емитент и предлаганите от него ценни книжа, обективизирана в нарочно създаден документ, наречен проспект.

Първичното публично предлагане е специална хипотеза на публично предлагане, при която важат общите изисквания, но в допълнение (1) ценните книжа се предлагат за записване от техния емитент или от упълномощен от него инвестиционен посредник (подписка), или (2) ценните книжа се предлагат за първоначална продажба от инвестиционен посредник, съгласно сключен с техния емитент договор за поемане. Именно първичното публично предлагане е предмет на регулацията от Закона за публичното предлагане на ценни книжа и е анализирано в дисертационния труд.

По същността си, публичното предлагане на ценни книжа представлява смесен фактически състав, който се състои от следните елементи, които могат да бъдат извлечени от текстовете на чл. 78 и чл. 92а, ал. 1 ЗППЦК:

(i) изготвяне на проспект от емитента или предложителя по начин и със съдържание, установени в действащата нормативна уредба;

(ii) издаване на писмено потвърждение на проспекта от страна на Комисията за финансов надзор;

(iii) публикуване на така изготвения и потвърден от Комисията за финансов надзор съгласно точки (i) и (ii) проспект;

(iv) публикуване на съобщение от страна на емитента или предложителя за публичното предлагане, началния и крайния срок на подписката, съответно началния и крайния срок на продажбата, регистрационния номер на издаденото от Комисията за финансов надзор потвърждение, мястото, времето и начина за запознаване с проспекта, както и други данни.

Въз основа на анализа, направен в труда, въз основа на действащата нормативна уредба е извлечена и предложена следната дефиниция на първичното публично предлагане на ценни книжа:

Първичното публично предлагане на ценни книжа е смесен фактически състав, при осъществяването на който емитентът самостоятелно или чрез един или повече инвестиционни посредници (действащи въз основа на упълномощаване или договор за поемане) предоставя информация за предлагането и за ценните книжа, която е адресирана до сто и петдесет и повече лица или до неопределен кръг лица, съдържаща достатъчно данни за условията на предлагането и предлаганите ценни книжа, така че да могат инвеститорите да вземат решение

за записване или закупуване на тези ценни книжа, чрез изготвянето на проспект по начин и със съдържание, установени в действащата нормативна уредба, който следва да бъде потвърден от Комисията за финансов надзор и впоследствие публикуван, заедно със съобщение за публичното предлагане, с изключение на случаите, в които ценните книжа се предлагат в рамките на ликвидация, изпълнително производство или производство по несъстоятелност по ред, определен в закон.

Направена е характеристика и на договора за поемане, като е дадено следното определение на понятието – поемането е договор, по силата на който един или повече инвестиционни посредници, наречени поематели, записват или се задължават да запишат новоемитирани ценни книжа от едно акционерно дружество, наричано емитент на ценни книжа, които впоследствие предлагат за първоначална публична продажба от свое име.

6. Участници в публичното предлагане на ценни книжа.

В труда е обърнато внимание и на участниците на капиталовите пазари и по специално на основните сред тях, каквито са инвеститорите и емитентите. Направено е разграничение между професионални и непрофесионални инвеститори на ценни книжа.

Първичното публично предлагане и търгуването на ценни книжа на регулираните пазари включва и фигурата на инвестиционните посредници. Последните, като професионалисти, от една страна, пресяват релевантната за инвеститорите информация и я анализират, а от друга – намаляват разходите за емитентите, като ги подпомагат при публичното предлагане на ценни книжа.

Капиталовите пазари не биха могли да функционират без независим надзор. Комисията за финансов надзор сама по себе си не е участник в сделките, свързани с публичното предлагане на ценни книжа, но същата има основна роля за съблюдаване спазването на нормативната уредба, регулираща публичното предлагане на ценни книжа, включително чрез налагането на административни наказания за извършените нарушения. Именно затова в дисертационния труд е обърнато съществено внимание

върху нейните правомощия, що се отнася до спазването на нормативната уредба на публичното предлагане на ценни книжа.

7. Разграничение от сродни правни фигури.

В края на първата глава се съдържа разграничение на публичното предлагане на ценни книжа от сходни правни фигури. На първо място, разграничение е направено от рекламирането на ценни книжа. В труда е обърнато внимание на това, че дали извършването на рекламиране на ценни книжа от страна на едно дружество ще бъде възприето за публично предлагане, по смисъла на Закона за публичното предлагане на ценни книжа, зависи доколко е подробна информацията за ценните книжа, която ще се представя на вниманието на неограничен кръг адресати. За да се квалифицира рекламирането на ценните книжа, като публично предлагане, информацията следва да е достатъчна, за да могат инвеститорите да вземат решение за закупуване на облигациите.

На следващо място, внимание е обърнато на краудфъндинга, който отново е средство за финансиране, чрез привличане на широк кръг инвеститори, обикновено чрез използването на онлайн платформа – уебсайт или социални мрежи. При краудфъндинга обаче най-често лицата, направили инвестиция, не очакват дивидент или лихва. Обичайно те получават някаква награда или самия продукт, за чието създаване са инвестирали средства. Възможно е средствата, набрани чрез краудфъндинг да са под формата на дарения. Най-често организаторът поставя като цел минимално необходимата сума, която е нужно да бъде набрана. В случай, че целта не бъде изпълнена, средствата се връщат обратно на лицата, които са направили плащанията.

Глава втора – Изготвяне, одобрение и публикуване на проспекта за публично предлагане на ценни книжа.

1. Изготвяне на проспект по начин и със съдържание, установени в действащата нормативна уредба.

Втората глава на труда е посветена на изготвянето, одобрението и публикуването на проспекта за публично предлагане на ценни книжа. От изброяването на елементите от фактическия състав на публичното предлагане на ценни книжа е видно, че всички те са пряко свързани с проспекта – изготвянето на проспект от емитента или предложителя по начин и със съдържание, установени в действащата нормативна уредба, неговото одобрение от Комисията за финансов надзор и публикуване на така изготвения и потвърден проспект.

Всичко това води до извода, че проспектът заема централно място в правната уредба на публичното предлагане на ценни книжа. Това не е случайно – като документ, именно той е предназначен да включи в себе си и да представи на инвеститорите цялата информация, която им е необходима, за да вземат инвестиционно решение дали да придобият или не предлаганите публично ценни книжа.

Изготвянето на проспект по начин и със съдържание, установени в нормативната уредба, като първи елемент от смесения фактически състав на публичното предлагане на ценни книжа, предполага изясняване на въпросите за неговото съдържание, форма и период на валидност. Законът постановява, че проспектът е необходимо да съдържа цялата информация, която съобразно конкретните особености на емитента и ценните книжа, които се предлагат публично или се допускат до търговия на регулиран пазар, е необходима на инвеститорите за точна оценка на икономическото и финансовото състояние, активите и пасивите, финансовите резултати, перспективите за развитие на емитента и лицата, гарантиращи ценните книжа, както и на правата, свързани с ценните книжа. Във връзка с това, изложението анализира и представя разписаните в нормативната уредба изисквания за съдържанието на проспекта за публично предлагане на ценни книжа.

Акцентирано е на това колко е важно проспектът не само да съдържа цялата налична информация, която се изисква по силата на действащото право, но и да не

съдържа неверни или заблуждаващи данни, както и непълна информация. Важно е и информацията, съдържаща се в проспекта, да бъде представена по лесен за анализиране и достъпен за инвеститорите (както квалифицираните, така и непрофесионалните инвеститори) начин.

Отбелязана е възможността емитентът, предложителят на ценните книжа или лицето, което иска да бъдат допуснати до търговия на регулиран пазар ценните книжа, да изготви проспекта като един документ или като отделни документи. Анализирани са особеностите и необходимото съдържание на проспекта, като цяло, както и на отделните елементи, като във връзка с това са направени предложения за усъвършенстване на законодателството. Специално внимание е обърнато на ролята и изискванията към резюмето.

Трудът анализира и изискването за представяне в проспекта на рисковите фактори за дейността на емитента, което е от съществено значение, за да могат инвеститорите да вземат информирано решение за придобиване на предлаганите от емитента ценни книжа.

По-нататък изложението е насочено към анализ на отговорността за нарушаването на правилата за публикуване на проспект по начин и съдържание, установени в нормативната уредба. Обърнато е внимание на това кои са отговорните лица и какви са границите на тяхната отговорност. Направено е предложение *de lege ferenda* за отпадане на ограничението на отговорността на регистрираните одитори, обусловено от уговореното възнаграждение, залегнало в Закона за независимия финансов одит.

В дисертационния труд са обсъдени и хипотезите на публично предлагане, в които не се прилагат изискванията за публично предлагане на ценни книжа, както и изключенията, в които не се изисква изготвянето и публикуването на проспект за публично предлагане на ценни книжа.

2. Потвърждение на проспекта за публично предлагане на ценни книжа.

Проспектът за публично предлагане или допускане до търговия на регулиран пазар може да се публикува, само ако Комисията за финансов надзор е издала писмено потвърждение на същия. Потвърждението на проспекта е легално дефинирано, като

положително решение на Комисията за финансов надзор или съответния компетентен орган на държавата-членка по произход, в резултат от извършената проверка за пълнотата на проспекта, включително за съответствието и достъпността на представената в него информация.

Правомощията и функциите на Комисията за финансов надзор са детайлно изяснени в изложението на дисертацията.

Проверката за това дали проспектът за публично предлагане на ценни книжа или за допускането им до търговия на регулиран пазар отговаря на изискванията на действащото право се осъществява от Комисията за финансов надзор. Касае се за т.нар. предварителна (“ex ante”) проверка на това дали са спазени всички изисквания относно разкриването на информация за инвеститорите.

Решението на Комисията за финансов надзор за потвърждение на проспекта се приема след повтарящи се етапи на анализ, при които се проучва разработеният проект на проспект от емитента, предложителя или лицето, което кандидатства за достъп до търговия на регулиран пазар, за да се гарантира, че са спазени изискването за пълнота, включително последователност и понятност на информацията. Във връзка с процеса на потвърждение на проспектите, с цел да се предостави по-голяма сигурност на емитентите, предложителите или лицата, които искат допускане на ценните книжа до търговия на регулиран пазар, законодателството определя какви документи е нужно да бъдат представени на Комисията за финансов надзор на отделните етапи по потвърждение на проспектите, като процедурата е предмет на детайлен анализ в дисертационния труд. Направена е критика на изискването за представяне на устава, тъй като той така или иначе е обявен в Търговския регистър и следователно е публично достъпен.

До голяма степен преценката за това дали са защитени интересите на инвеститорите, която прави Комисията, е въпрос на дискреция от страна на административния орган. С оглед на това, следва да се има предвид, че при последващ съдебен контрол се проверява единствено законосъобразността на издаваните от Комисията за финансов надзор административни актове (в това число например потвържденията и отказите за потвърждаване на проспект). При оспорване на административен акт, издаден при оперативна самостоятелност, съдът проверява единствено дали административният орган е разполагал с оперативна самостоятелност

и спазил ли е изискването за законосъобразност на административните актове – чл. 169 от Административнопроцесуалния кодекс. Последното правило означава, че съдът няма право да навлиза в преценката доколко административният орган (в случая Комисията за финансов надзор) правилно е упражнил своята дискреция, а извършва преценка единствено дали административният орган изобщо е разполагал с оперативна самостоятелност. Един нецелесъобразен административен акт на Комисията за финансов надзор, който по смисъла на § 1, т. 3 от Допълнителните разпоредби на Административнопроцесуалния кодекс е административен акт, издаден при неправилно упражняване на оперативна самостоятелност, не може да бъде проверяван от съда за своята „нецелесъобразност“.

Дискрецията на Комисията за финансов надзор е особено необходима в случаите, в които нормативната уредба дава поле за избор на самите автори на проспекта дали и доколко да разкриват дадена информация. Така например разделът от проспекта за рисковите фактори е проява до голяма степен и на субективна преценка на съставителите какви ще бъдат посочените рискове, свързани с емитента или с пазара като цяло. Критериите, които използва Комисията за финансов надзор, за проверка на качеството на подлежащите на потвърждение проспекти, са проявление на нейната роля на специализиран държавен орган, чиито експерти притежават специални знания за финансово-инвестиционната дейност. Тези критерии няма как да бъдат преценявани от съда дотолкова, доколкото административният орган не излиза извън правомощията, дадени му от закона и най-вече доколкото не се нарушава принципът на равенството в административния процес.

По-нататък в труда е анализирана практиката, известна като „Букбилдинг“ (*на англ.* “Book-building”), при която определянето на цената и разпределянето на ценните книжа, предмет на публичното предлагане, се извършва на основата на класиране на подадени от инвеститорите заявки (наричани също предложения).

В дисертационния труд са анализирани случаите, в които на по-късен етап фактите и обстоятелства, които са описани в проспекта, се променят. На първо място, съществува възможност впоследствие, в периода от подаването на заявление за потвърждаване на проспект до вземането на решение от Комисията за финансов надзор, да настъпят промени, които да налагат поправки в проспекта, за да не бъдат заблуждавани инвеститорите. В този случай емитентът, предложителят или лицето,

което иска допускане на ценните книжа до търговия на регулиран пазар, са длъжни в срок от три работни дни от настъпването, съответно от узнаването на тези промени, да уведомят Комисията за финансов надзор и да внесат съответните поправки в проспекта. В противен случай, емитентът, предложителят или лицето, което иска допускане на ценните книжа до търговия на регулиран пазар, отговарят солидарно за вредите, причинени от неизпълнението на законовите задължения.

По подобен начин, в периода между издаване на потвърждението на проспекта и крайния срок на публичното предлагане или започването на търговията на регулиран пазар, може да възникне съществено ново обстоятелство, значителна грешка или неточност, свързани със съдържащата се в проспекта информация, които могат да повлияят на оценката на предлаганите ценни книжа от страна на инвеститорите. В този случай емитентът, предложителят или лицето, което иска допускане на ценните книжа до търговия на регулиран пазар, са длъжни отново в най-кратки срокове да изготвят допълнение към проспекта и да го представят в Комисията за финансов надзор. Резюмето, както и неговите преводи, също следва да се допълнят, ако това е необходимо, с оглед на новата информация, включена в допълнението.

Разкритикуван е подходът в Закона за публичното предлагане на ценни книжа, при който посоченото по-горе задължение на отговорните лица е свързано с твърде общи и разтегливи понятия. Дали дадено обстоятелство е съществено, респ. дали дадена грешка е значителна, е въпрос на фактическа преценка, която може да доведе до административен произвол от страна на Комисията за финансов надзор. По принцип е възможно в правото да се въвеждат общи понятия, даващи дискреция на административните органи, каквато се явява преценката за същественост на обстоятелството или за значителност на грешката. Но не е приемливо да бъде носена административнонаказателна отговорност за нарушение, свързано с понятия, даващи оперативна самостоятелност на Комисията за финансов надзор да прецени дали дадено обстоятелство е съществено или не. Административнонаказателните разпоредби следва да са ясни, непротиворечиви и да не дават възможност за разширително тълкуване.

В дисертационния труд е направен анализ и на принудителните административни мерки, прилагани от Комисията за финансов надзор при потвърждението на проспекта. Направено е предложение *de lege ferenda* уведомяването

на обществеността за нарушенията, извършени от даден субект, като принудителна административна мярка, да бъде изключено от правомощията на Комисията за финансов надзор, доколкото е от естество да причини прекомерни вреди на заинтересованите лица и най-вече на емитентите.

Предварителното одобрение на проспектите от страна на Комисията за финансов надзор е основен инструмент за гарантиране на интересите на инвеститорите за разкриване на пълна, надеждна и точна информация. Постигането на все по-голяма хармонизация на европейско равнище на всички гаранции за защита на инвеститорите стимулира участието в трансгранични публични предлагания на ценни книжа на инвеститори от различни държави-членки, поради по-голямата предвидимост относно правото, което би се прилагало. Пълното хармонизиране на материята на публичното предлагане на ценни книжа е единственият възможен път към това Съюзът да бъде конкурентноспособен, а инвеститорите да имат доверие към пазара на ценни книжа и предвидимост, що се отнася до правните последици при неспазване на нормативната уредба на разкриването на информация.

3. Публикуване на проспекта за публично предлагане на ценни книжа.

По-нататък изложението е фокусирано върху изискванията за публикуването на проспекта и съобщението за публично предлагане на ценни книжа. Описано е съдържанието на съобщението, както и процедурата по публикуването му.

Емитентът или инвестиционният посредник по чл. 5 от Закона за публично предлагане на ценни книжа е длъжен да уведоми Комисията за финансов надзор относно резултата от първичното публично предлагане на ценни книжа в седемдневен срок от неговото приключване, включително да му предостави следната информация за датата на приключване на публичното предлагане, за общия брой записани или продадени ценни книжа, сумата, получена от записаните или продадени ценни книжа и за размера на комисионните възнаграждения и други разходи по публичното предлагане, включително таксите, платени на Комисията за финансов надзор.

Емитентът, респ. инвестиционният посредник, следва да представят в Комисията за финансов надзор удостоверение от Централния депозитар за регистриране на емисията ценни книжа, както и документ от банката, в която е открита

набирателната сметка за емисията, удостоверяващ извършените вноски по записаните ценни книжа. В случай, че първичното публично предлагане на ценни книжа приключи успешно, Комисията за финансов надзор вписва издадената емисия ценни книжа в специален регистър. При положение обаче, че първичното публично предлагане на ценни книжа приключи неуспешно, емитентът, съответно емисията ценни книжа, се отписва от регистъра по инициатива на заместник-председателя на Комисията за финансов надзор.

Проспектът има срок на валидност от дванадесет месеца след одобрението му за целите на публично предлагане или за допускане до търговия на регулиран пазар. Важно е да се има предвид, че срокът започва да тече именно от датата на потвърждение на проспекта, който момент може лесно да бъде проверен, а не от датата на публикуването му. Нужно е обаче в периода между издаване на потвърждението на проспекта и крайния срок на публичното предлагане или започването на търговията на регулиран пазар, в случай, че настъпи съществено ново обстоятелство, значителна грешка или неточност, свързани със съдържащата се в проспекта информация, които могат да повлияят на оценката на предлаганите ценни книжа, емитентът, предложителят или лицето, което иска допускане на ценните книжа до търговия на регулиран пазар, да изготвят допълнение към проспекта и да го представят в Комисията за финансов надзор. Това следва да стане най-късно до края на следващия работен ден след настъпването, съответно узнаването на тези обстоятелства. Резюмето, както и неговите преводи също се допълват, ако това е необходимо с оглед новата информация, включена в допълнението на проспекта. Ако тези задължения не бъдат изпълнени, проспектът няма да бъде валиден за предвидения в закона едногодишен срок.

С цел повишаване на правната сигурност следва да бъдат детайлно регламентирани съответните срокове, в рамките на които емитентът трябва да публикува допълнение към проспекта и в рамките на които инвеститорите имат право да оттеглят съгласието си за предлагането след публикуването на допълнението. От една страна, изискването за допълнение към проспекта следва да се прилага, когато важният нов фактор, съществената грешка или неточност възникват преди приключване на срока на предлагането или момента на започване на търговията на тези ценни книжа на регулиран пазар, в зависимост от това кое от двете настъпи по-късно. От друга страна, правото на оттегляне на съгласието следва да се прилага

единствено когато проспектът е свързан с публично предлагане на ценни книжа и важният нов фактор, съществената грешка или съществената неточност възникват или са отбелязани преди приключване на срока на предлагането и доставянето на ценните книжа. Следователно правото на оттегляне следва да бъде свързано с момента на отбелязването на важния нов фактор, съществената грешка или съществената неточност, което служи като основание за допълнение.

В края на втората глава е отделено внимание на случаите на трансгранично публично предлагане, осъществявано в рамките на Европейския съюз, като са детайлно анализирани особеностите и процедурата по предлагането. Съдържа се анализ и на публичното предлагане в Република България на ценни книжа, емитирани от чуждестранни лица, както и предлагането в чужбина на ценни книжа, емитирани от местни лица.

Глава трета – Особенности при публичното предлагане на облигации.

1. Общи нормативни изисквания.

Третата глава е посветена на публичното предлагане на облигации. Последното разкрива известни особености като смесен фактически състав. Специалните правила целят в по-голяма степен да бъдат защитени интересите на инвеститорите, като се отчитат особеностите на облигацията като вид ценни книга. И тук следва да бъдат спазвани правилата за разкриване на информация за емитентите и облигациите, която е необходима на инвеститорите за вземането на информирани инвестиционни решения.

Първичното публично предлагане на облигации е определено в дисертационния труд като смесен фактически състав, при осъществяването на който акционерно дружество, самостоятелно или чрез един или повече инвестиционни посредници (действащи въз основа на упълномощаване или договор за поемане), предоставя информация за предлагането на облигации и за самите облигации, която е адресирана до сто и петдесет и повече лица или до неопределен кръг лица, съдържаща достатъчно данни за условията на предлагането и предлаганите облигации, така че да могат инвеститорите да вземат решение за записване или закупуване на тези облигации, чрез изготвянето на проспект по начин и със съдържание, установени в действащата нормативна уредба, който следва да бъде потвърден от Комисията за финансов надзор

и впоследствие публикуван, заедно със съобщение за публичното предлагане, с изключение на случаите, в които ценните книжа се предлагат в рамките на ликвидация, изпълнително производство или производство по несъстоятелност по ред, определен в закон.

Предмет на публично предлагане могат да бъдат единствено безналични поименни облигации, за прехвърлянето на които са предвидени ограничения или условия (арг. от чл. 3 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа).

При публичното предлагане на облигации намират приложение общите изисквания на чл. 204 от Търговския закон. Съгласно ал. 1 на същата разпоредба облигации може да се издават само от акционерно дружество. Посоченото правило произтича от особеностите на другите видове търговски дружества и закрепва изискване само дружество с определена правноорганизационна форма да може да бъде емитент на облигации.

В труда е предложено *de lege ferenda* емитентът да бъде определен като юридическо лице, което е издало или предлага да издаде ценни книжа, а емитентът на облигации – като акционерно дружество, което е издало или предлага да издаде облигации. Подобно разрешение е намерило място и в разпоредбата на чл. 2, б. „з“ от Регламент (ЕС) 2017/1129 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 година относно проспекта, който трябва да се публикува при публично предлагане или допускане на ценни книжа до търговия на регулиран пазар, и за отмяна на Директива 2003/71/ЕО, където емитентът е дефиниран като „*юридическо лице, което емитира или предлага да емитира ценни книжа*“.

Първичното публично предлагане на облигации може да се осъществи или чрез записване на облигации чрез подписка (чл. 5, ал. 1, т. 1 ЗППЦК), или чрез първоначална продажба на облигации, предложени от инвестиционен посредник съгласно сключен с техния емитент договор за поемане (чл. 5, ал. 1, т. 2 ЗППЦК).

Общите нормативни изисквания за първичното публично предлагане и допускането до търговия на регулиран пазар на акции, намират приложение и при публичното предлагане на облигации. В същото време, при последното законът предвижда по-строги правила и допълнителни гаранции при изготвянето на проспектите. Това произтича от обстоятелството, че финансовото инвестиране в облигации носи в себе си по-висок риск. Облигационерът, в качеството си на кредитор

на дружеството, се нуждае от по-висока защита, дори когато облигациите са издадени като обезпечени. Във връзка с това, Законът за публичното предлагане на ценни книжа съдържа специален раздел V на глава шеста, посветен тъкмо на специалните изисквания при публичното предлагане на обезпечени облигационни емисии. Предмет на анализ в главата са именно специалните изисквания.

2. Довереник на облигационерите.

Специално внимание в изложението е отделено на фигурата на довереника на облигационерите. Законът постановява, че първично публично предлагане на обезпечени облигации се допуска единствено, ако емитентът е сключил договор с довереник на облигационерите. Отделно от това, емитент на обезпечени облигации, предложени не при условията на публично предлагане и за които е предвидено в условията на емисията допускането им до търговия на регулиран пазар на ценни книжа, е длъжен да сключи договор с довереник на облигационерите в седемдневен срок от провеждане на първото общо събрание на облигационерите.

Довереникът се определя по избор на емитента, като общото събрание на облигационерите одобрява една от предложените от емитента най-малко две кандидатури за довереник, придружени от проекти на договори и съгласие на кандидатите, на първото общо събрание на облигационерите.

Договорът се сключва между емитента и довереника на облигационерите, като, както се отбелязва в правната литература, този договор носи белезите на договор в полза на трето лице по смисъла на чл. 22, ал. 1 от Закона за задълженията и договорите. Това е така, доколкото договорът има действие по отношение на трети лица, които не са страна по него, а именно облигационерите. Довереникът е обещател спрямо третото ползващо се лице – облигационерите.

Изискването на закона е довереник на облигационерите да може да бъде банка със седалище в страната, банка, която извършва дейност в страната чрез клон, лицензиран от Българската народна банка, както и банка със седалище в държава – членка на Европейския съюз, при условията на установяване.

След приемането на промените в Закона за публичното предлагане на ценни книжа от 2017 г. довереник на облигационерите може да бъде и инвестиционен посредник, който отговаря на разписани в закона изисквания.

В дисертационния труд е направен анализ на случаите, в които е налице конфликт на интереси, при които определени банки и инвестиционни посредници не могат да изпълняват функцията на довереник на облигационерите.

Нужно е договарянето, който се сключва с довереника на облигационерите да определя пълно правата и задълженията му спрямо емитента на облигациите, задълженията му спрямо облигационерите, както и задълженията на емитента към довереника на облигационерите. Законът постановява, че договарянето е част от проспекта на облигационната емисия.

В дисертационния труд се съдържа анализ и на определените в закона задължения на довереника на облигационерите.

3. Изисквания за съдържанието на проспекта за публично предлагане на облигации.

В главата се съдържа и анализ на специалните изисквания за съдържание на проспектите за публично предлагане на облигации. Особеност е, че проспектът за емисията облигации, както и предложението по чл. 205, ал. 2 от Търговския закон, когато се предлагат облигации, предложени не при условията на публично предлагане и за които е предвидено в условията на емисията допускането им до търговия на регулиран пазар на ценни книжа, е задължително да съдържа:

- условията, при които емитентът е длъжен да изплати предсрочно облигационния заем;

- задължение на емитента да спазва определени финансови показатели до погасяване на облигационния заем, включително максимална стойност на отношението пасиви към активи по счетоводния баланс и минимална стойност на коефициент на покритие на разходите за лихви. Коефициентът на покритие на разходите за лихви се изчислява, като печалбата от обичайната дейност, увеличена с разходите за лихви, се разделя на разходите за лихви;

- условията, на които трябва да отговаря емитентът за издаване на нови облигационни емисии от същия клас;

- условията и реда за извършване на промени в условията, при които са издадени облигациите, включително конкретните параметри на емисията облигации, които подлежат на последваща промяна.

Законът въвежда изискването, ако след изтичане на шест месеца от емитирането на облигационната емисия облигациите не са допуснати до търговия на регулиран пазар на ценни книжа, емитентът да изкупи по искане на облигационер облигациите по емисионна стойност в седемдневен срок от получаване на искането. Облигационерът разполага с корелативното право да поиска обратно изкупуване на притежаваните от него облигации. Става дума за случаите на емисии обезпечени облигации, предложени не при условията на публично предлагане и за които е предвидено в условията на емисията допускането им до търговия на регулиран пазар на ценни книжа. Посоченото законодателно разрешение цели да гарантира изпълнението на предварително поетото задължение от страна на емитента за допускане на емисията облигации до търговия на регулиран пазар и защита на интересите на облигационерите.

4. Публично предлагане на обезпечена емисия облигации.

Специално внимание е отделено на изискванията в случаите на публично предлагане на обезпечени емисии облигации. Вземанията на облигационерите могат да бъдат обезпечени със залог, ипотека или застраховка, като за обезпечен кредитор се посочва довереникът на облигационерите. Застраховката, като вид обезпечение по емисия облигации, беше въведена при измененията на Закона за публичното предлагане на ценни книжа от 2017 година. В хипотезите, в които обезпечението е застраховка, тя се сключва със застраховател с присъден кредитен рейтинг с минимално ниво, определено с наредба, издадена на основание чл. 100о, ал. 4, т. 4 от закона за публичното предлагане на ценни книжа. Застраховката се приема като обезпечение по смисъла на закона, само ако застрахователят е поел безусловно задължение за целия срок на застрахователния договор, без значение дали премията е заплатена изцяло.

5. Предимства на публичното предлагане на облигации и цели на нормативната уредба.

Направено е обобщението, че публичното предлагане на облигации е едно от ефективните средства за привличане на финансови ресурси за едно публично дружество, което има редица предимства пред банковия кредит. За разлика от издаването на нови акции или превръщането на облигации в акции, при него се осигуряват значителни финансови постъпления, без да настъпват промени в гласовете на общото събрание. В допълнение, дължимата на облигационерите лихва (за разлика от дивидентите по акциите) се изважда от облагаемата печалба.

Глава четвърта – Отговорност и правни последици при публично предлагане на ценни книжа, извършено при проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация.

1. Последващи юридически гаранции. Публичноправни последици при публично предлагане на ценни книжа, извършено при проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация.

Последната, четвърта глава от труда е посветена на отговорността и правните последици при публично предлагане на ценни книжа, извършено при проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация. Това е приложимо в случаите, в които е публикуван проспект, който не отговаря на изискванията на закона. Тогава законодателството предоставя последваща (“ex post”) възможност за защита на инвеститорите. Такава се явяват техните права да искат сделките, с които са придобили ценните книжа, да бъдат унищожени, както и да претендират обезщетение за претърпените от тях вреди. Допълнителна последваща защита, осъществявана от органите на публичната власт, са предвидените административнонаказателна и наказателна отговорност.

Европейският законодател обръща специално внимание на административното наказване като средство за противодействие срещу нарушенията на правната уредба в областта на публичното предлагане на ценни книжа.

Правното основание за носене на административнонаказателна отговорност за осъществяване на публично предлагане или допускане до търговия на регулиран пазар на ценни книжа с проспект, който не отговаря на изискванията на закона, респ. не е потвърден от Комисията за финансов надзор, е чл. 221 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа.

От своя страна, съгласно чл. 313, ал. 4 от Наказателния кодекс, „който във връзка с публично предлагане на ценни книжи в проспект или обзор за икономическо състояние използва неистински благоприятстващи данни или премълчава неблагоприятни такива, които са от съществено значение при вземане на решение за придобиване на ценни книжи, се наказва с лишаване от свобода до три години и глоба до петстотин лева“.

Съгласно цитираната разпоредба, престъпно е не само използването на „неистински благоприятстващи данни“ (тоест на невярна информация), но и премълчаването на неблагоприятни данни. Посочената разпоредба обхваща по-тесен кръг от действия и бездействия, в сравнение с кръга, водещ до ангажирането на административнонаказателна отговорност. Но посочените данни следва да бъдат от съществено значение при вземане на решение за придобиване на ценни книжа от страна на инвеститорите, за да може да бъде носена наказателна отговорност.

Цитираната разпоредба е приета и влязла в сила през 1997 г. и досега не е прилагана на практика. Очевидно е, че следва да е налице изключително висока степен на обществена опасност, за да бъде носена наказателна отговорност, а не предвидената в чл. 221 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа административнонаказателна такава. Смятам, че в тази си редакция разпоредбата е трудно, ако не почти невъзможно, да бъде приложена. Ако гражданската отговорност в някои случаи има обективен характер, то при наказателната отговорност би било изключително трудоемко доказването на субективния елемент, описан в чл. 313, ал. 4 от Наказателния кодекс. От друга страна, не мисля, че наказателната отговорност е механизъм, който би защитил инвеститорите в по-голяма степен, в сравнение с предвидената административнонаказателна отговорност. Имуществените санкции и глобите, като административни наказания, може да бъдат много по-ефективни средства за спазването на разпоредбите за разкриване на информация в проспектите, в сравнение с наказателната отговорност. Това важи в още по-голяма степен като се има

предвид фактът, че не тежестта на наказанията е решаващ за законосъобразното поведение, а тяхната ефективност зависи от ангажирането на отговорността, винаги когато е налице незаконосъобразно действие или бездействие. В допълнение, както правилно се посочва в литературата, административнонаказателните производства са много по-бързи от наказателните.

2. Частноправни последици.

По-нататък изложението е фокусирано върху гражданската отговорност. В частност, при публикуването на проспект, който не отговаря на изискванията на закона, е предвидена гражданска отговорност за вредите, които са причинени на инвеститори, придобили ценни книжа. Активно легитимирани да искат обезщетение за претърпените вреди са не само приобретателите на ценни книжа на първичния пазар, но и лицата, които впоследствие са придобили ценни книжа по вторичен път.

Разкритикувана е тезата, намерила място в някои научни съчинения, че на практика е възможно да бъде търсено обезщетение и за пропуснати ползи. Тази хипотеза има изключително теоретичен характер, тъй като на практика е невъзможно или много трудно да бъде доказано, че ако даден инвеститор не би взел дадено инвестиционно решение по придобиване на ценни книжа, би реализирал със сигурност определена полза. Особено в сферата на намеренията доказването ще бъде поставено пред трудно преодолими пречки.

Трудът продължава с анализ и на предвидената възможност за унищожаване на сделки, чрез които инвеститори са придобили ценни книжа. Имат се предвид не само случаите на липса на потвърден от Комисията за финансов надзор проспект, но и хипотезите, в които „съществена информация в проспекта е невярна или в проспекта е укрита съществена информация“.

3. Цели на отговорността при публикуването на проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация.

Накрая е обобщено, че предварителното одобрение на проспектите, от страна на Комисията за финансов надзор, е основен инструмент за гарантиране на интересите на

инвеститорите за разкриване на пълна, надеждна и точна информация. В същото време, предвидената възможност за ангажиране на отговорността на определени лица се явява не по-малко важна. Необходимо е *de lege ferenda* да се постигне по-голяма хармонизация на европейско равнище на всички последващи гаранции за защита на инвеститорите, централно значение сред които заема гражданската отговорност. Това ще стимулира участието в трансгранични публични предлагания на ценни книжа, в които участват инвеститори от различни държави-членки, поради по-голямата предвидимост относно правото, което би се прилагало. Разбираемо е нежеланието на държавите-членки да остъпват още повече от своя суверенитет в полза на институциите на Европейския съюз, но пълното хармонизиране на материята на публичното предлагане на ценни книжа е единственият възможен път към това Съюзът да бъде конкурентноспособен, а инвеститорите да имат доверие към пазара на ценни книжа и предвидимост, що се отнася до правните последици при неспазване на нормативната уредба на разкриването на информация.

Заключение

В заключението на дисертационния труд са систематизирани основните резултати от направеното изследване на публичното предлагане на ценни книжа, като смесен фактически състав.

Научни приноси:

1. Трудът представлява първото цялостно изследване на правната уредба на публичното предлагане на ценни книжа в Република България.

2. Предложена е научна дефиниция на понятието за публично предлагане на ценни книжа, включваща всички елементи на фактическия състав и коригираща несъвършенствата на легалната дефиниция. Изяснена е същността на публичното предлагане на ценни книжа.

3. Приносен характер има научното обосноваване и обособяване на комплекс от предварителни и последващи юридически гаранции за защита на инвеститорите при публично предлагане на ценни книжа, с предложения за усъвършенстване на

действащата нормативна уредба, така че правилата да не останат „кухи пожелания“. Обосновавана е идеята, че защитата на инвеститорите следва да бъде крайъгълен камък и основна цел на нормативната уредба на публичното предлагане на ценни книжа.

4. За първи път е извършен подробен анализ на несъвършенствата на нормативната уредба, в контекста на разгърналата се през последното десетилетие световна финансова криза, като са направени предложения за усъвършенстване на законодателството, целящи както подобряване на защитата на инвеститорите, така и намаляване на административната тежест за емитентите на ценни книжа. Направено е заключение, че чрез намаляването на административната тежест за емитентите, ще бъдат стимулирани дружествата да прибегват по-често до публични предлагания на ценни книжа.

5. Обоснована е необходимостта от запазване на досегашния модел за разкриване на информация при публични предлагания на ценни книжа, чрез еволютивно усъвършенстване на законодателството, изразяващо се в диференциране на законовите изисквания за предоставяне на информация (относно обема на предоставяната информация и дали изобщо да се изисква публикуването на проспект), в зависимост от размера на емисиите и особеностите на публичните предлагания.

6. За първи път е направено сравнение и разграничаване между публичното предлагане на ценни книжа и други фигури, които не представляват публично предлагане, като краудфъндинга и рекламирането на ценни книжа.

7. Предложена е усъвършенствана дефиниция на договора за поемане и е изяснена същността му.

8. За първи път е разкритикуван законодателният подход, намерил място в Закона за независимия финансов одит, при който е ограничена отговорността на регистрираните одитори, в зависимост от договореното възнаграждение.

9. Изяснена е правната същност на унищожаемостта на сделката, чрез която инвеститор е придобил ценни книжа.

10. Приносен характер имат направените в дисертационния труд предложения за усъвършенстване на законодателството (*de lege ferenda*) в материята на публичното предлагане на ценни книжа, сред които:

- за усъвършенстване на групирането на информационните ядра, които следва да бъдат интегрирани в проспектите за публично предлагане на ценни книжа;

- за изменение на Наредба № 2 от 17 септември 2003 г. за проспектите при публично предлагане и допускане до търговия на регулиран пазар на ценни книжа и за разкриването на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа, в насока да бъде избегнато преповтарянето на текстовете на закона и на актовете на Европейския съюз;

- за поставяне на изискването резюмето към проспекта да бъде изготвяно и на още един език, освен основния, например на английски;

- за премахване на правилото, ограничаващо твърде много отговорността на регистрираните одитори при публично предлагане на ценни книжа, що се отнася до вредите, причинени на инвеститорите;

- за отпадане на изискването за представяне на устава на емитента при подаване на заявление за потвърждаването на проспект за публично предлагане на ценни книжа, в случаите, в които този устав е обявен в Търговския регистър;

- за прецизиране на разпоредби от Закона за публичното предлагане на ценни книжа, въвеждащи твърде общи и разтегливи понятия (като например „съществено“ обстоятелство или „значителна“ грешка), когато става дума за нормативно закрепване на предпоставки за носене на отговорност и за разписване на ясни критерии за носенето на отговорност;

- за поставяне на допълнителни критерии за правото на отказ на инвеститорите, записали ценни книжа, като това да става по исков ред пред съда;

- за изключване от правомощията на Комисията за финансов надзор на възможността последната да прилага принудителна административна мярка, изразяваща се в информиране на обществеността, че определен емитент не спазва задълженията си по Закона за публичното предлагане на ценни книжа, с оглед избягване на административен произвол и нанасяне на непоправими вреди на емитентите;

- за хармонизиране в рамките на Европейския съюз на уредбата на гражданската отговорност, когато публично се предлагат ценни книжа;

- за изменение на разпоредбата на чл. 313, ал. 4 НК, така че същата да стане практически приложима или наказателната отговорност да бъде заменена с административнонаказателна.

Публикации по темата на дисертацията:

1. *„Правни последици при публично предлагане на ценни книжа, извършено при проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация“* – списание „Търговско и облигационно право“, брой 6 от 2016 г.

2. *„Особености при първичното публично предлагане и допускане до търговия на регулиран пазар на облигации“* – сборник „Научни трудове на Института за държавата и правото“ на БАН, том 14 от 2016 г.

3. *„Проблеми на разкриването на информация в проспекта за публично предлагане на ценни книжа“* – сборник „Научни трудове на Института за държавата и правото“ на БАН, том 13 от 2015 г.

4. *„Отговорност и правни последици при публично предлагане на ценни книжа, извършено при проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация“* – сборник „Научни трудове на Института за държавата и правото“ на БАН, том 10 от 2015 г.

5. *„Предварителни юридически гаранции за разкриване на информация в проспектите за публично предлагане на ценни книжа или за допускането им до търговия на регулиран пазар“* – списание „Търговско и облигационно право“, брой 11 от 2014 г.

Публикации извън темата на дисертацията:

1. *„Някои практически аспекти на нищожните сделки по чл. 26, ал. 2 ЗЗД – въпроси на съдебната практика“* - списание „Общество и право“, брой 4 от 2013 г.

2. *„Непреодолимата сила“* - списание „Търговско и конкурентно право“, брой 7 от 2012 г. – приложение.

3. *„Договорът за спогодба – материалноправни, процесуалноправни и сравнителноправни аспекти“* - списание „Общество и право“, брой 2 от 2012 г.

4. *„Стопанската непоносимост“* - списание „Търговско и конкурентно право“, брой 9 от 2011 г. – приложение.

5. *„Новите възможности пред физическите и юридическите лица за оспорване на актове на Европейския съюз“* - списание „Общество и право“, брой 10 от 2010 г. (в съавторство).

Участия на научни форуми:

1. Участие в Четвъртата национална конференция на докторантите в областта на правните науки, организирана от Института за държавата и правото при Българската академия на науките, проведена през месец юни 2014 г., с доклад на тема *„Отговорност и правни последици при публично предлагане на ценни книжа, извършено без проспект или при проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация“*.

2. Участие в Петата национална конференция на докторантите в областта на правните науки, организирана от Института за държавата и правото при Българската академия на науките, проведена през месец юни 2015 г., с доклад на тема *„Проблеми на разкриването на информация в проспекта за публично предлагане на ценни книжа“*.

3. Участие в Шестата национална конференция на докторантите в областта на правните науки, организирана от Института за държавата и правото при Българската академия на науките, проведена през месец юни 2016 г., с доклад на тема *„Особености при първично публично предлагане и допускане до търговия на регулиран пазар на облигации“*.

4. Участие в Докторантска конференция в памет на доц. д-р Кръстю Цончев, проведена през месец ноември 2016 г., с доклад на тема *„Съдържание на проспекта за публично предлагане на ценни книжа“*.