

РЕЦЕНЗИЯ

ОТ ПРОФ. Д-Р ВАЛЕРИ ДИМИТРОВ

НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД НА ЯСЕН НИКОЛОВ „ПУБЛИЧНО ПРЕДЛАГАНЕ НА ЦЕННИ КНИЖА” ЗА ПРИДОБИВАНЕ НТА ОБРАЗОВАТЕЛНА И НАУЧНА СТЕПЕН „ДОКТОР ПО ПРАВО” ПО ПРОФЕСИОНАЛНО НАПРАВЛЕНИЕ 3.6. „ПРАВО” (ГРАЖДАНСКО И СЕМЕЙНО ПРАВО /ТЪРГОВСКО ПРАВО/)

Докторантът Ясен Николов е представил дисертационен труд с наименование „Публично предлагане на ценни книжа”. Трудът е в обем 226 стр. и включва въведение, четири глави и заключение.

Дисертантът е представил и пет публикации по темата на дисертационното изследване.

В глава първа на труда авторът анализира понятието и правната същност на публичното предлагане на ценни книжа, във втората глава се анализират изготвянето, одобрението и публикуването на проспекта за публично предлагане, в глава трета се изследват особеностите на публичното предлагане на облигации, а в последната глава – отговорността и правните последици при публично предлагане на ценни книжа, извършено при проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация.

Дисертантът много добре познава нормативната уредба на публичното предлагане на ценни книжа, както в България, така и в Европейския съюз, прави прецизни анализи на разпоредбите и на духа на законите, директивите и регламентите в областта на капиталовия пазар. Ясен Николов показва изразена способност за научен анализ и има точен юридически език.

Научните приноси на дисертационния труд са безспорни и тук искам да посоча най-важните от тях.

На първо място, авторът правилно дефинира публичното предлагане като сложен фактически състав, включващ изготвянето на проспект, потвърждаването му от комисията за финансов надзор (КФН) и оповестяването на проспекта, т.е. осигуряване на достъпа на потенциалните инвеститори до информацията, съдържаща се в него.

Аргументирано е оборена тезата, че публичното предлагане е договор.

Справедлива и обоснована е критиката на разпоредбите на ЗППЦК, които предвиждат прекалено общи и разтегливи понятия и така предоставят прекалено широка дискреционна власт на КФН. Особено опасна е тази дискреционна власт, когато се отнася до обстоятелства, свързани с административно наказване.

На основата на критиката на закона са направени уместни предложения *de lege ferenda*.

Приносен характер има разграничаването на публичното предлагане от сродни правни фигури като рекламирането на ценни книжа и кръудфъндинга.

Приносен характер като цяло има и анализът на публичното предлагане на облигации.

Справедлива и обоснована е и критиката на ограничаването на отговорността на регистрираните одитори.

Приносен характер има и анализът на проблема за административнонаказателната и наказателната отговорност при проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация

Към автора на дисертационния труд имам следните критични бележки.

Дисертантът не е взел отношение, и съответно не е изразил съгласие или аргументирано несъгласие с концепцията за ценните книжа като инструменти за публично инвестиране, която развих в изследването си за правния режим на инвестиционните ценни книжа от 2001 г. на основата на

сравнителноправен анализ на широк кръг национални законодателства и на действащите тогава европейски директиви.

Според концепцията за публичното инвестиране, то се отнася до всички инструменти, чрез които се привличат публично пари и имущества за осъществяване на търговска (стопанска) дейност срещу очакване за доход. Най-типичните, базисните инструменти за публично инвестиране са свободно прехвърлимите акции, като дялови инструменти, и свободно прехвърлимите облигации, като дългови инструменти, които са серијно издавани и поради това са изначално и потенциално годни за публично предлагане. Публичността на инвестирането се свързва с кумулативната даденост на следните три признака: първо, пасивно инвестиране, т.е. влагане само на пари, съответно на имущества, но без лично участие в управлението на съответния бизнес, второ, от множество лица, несвързани с привличащия инвестициите (емитента на инструментите), които лица не притежават професионални или финансови възможности за оценка на инвестиционния риск (такива поначало са непрофесионалните инвеститори и поради това те са основен адресат на защитата на законодателството за капиталовия пазар), и трето, надхвърляне на установени в закона прагове за публичност (минимален брой адресати на предлагането, използване на средства за масово осведомяване, на посредници като разпространители на инструментите и т.н.), които правят предлагането на инструменти и съответно привличането на пари и имущества масово и неперсонализирано. Прилагането на тези признаци, като съвкупен тест, ясно разграничава инвестирането, уредено в законите за капиталовия пазар, от всички форми на непублично, частно инвестиране, характерно за правноорганизационните форми на бизнес, уредени в Търговския закон и в Закона за кооперациите. Отсъствието на един от трите признака вече дисквалифицира инвестирането като публично и го изважда от приложното поле на защитните регулативни и надзорни режими в законите за капиталовия пазар, които имат ясно изразен административноправен характер. Прилагането на този тест обяснява и смисъла на голяма част от изключенията от приложното поле на ЗППЦК, изброени в чл. 78а и чл. 79. Дисертантът е изброил тези изключения, придружил ги е с кратки коментари, но не ги е подложил на задълбочен анализ.

Инструментите за публичното инвестиране са „публично предлагаеми“ при първичното публично предлагане (на първичния пазар), и „публично търгуеми“ при сделки с вече емитирани ценни книжа и финансови инструменти на фондови борси и други регулирани пазари (на вторичния пазар). Двете характеристики са близки и сходни, но не съвпадат изцяло, тъй като са израз на принципно различие между първичния пазар на ценни книжа и вторичния пазар на финансови инструменти. Свободно прехвърлимите акции и облигации обединяват и двете качества и затова са базисни инвестиционни ценни книжа, които присъстват неизменно във всички национални законодателства за капиталовия пазар.

При ценните книжа по смисъла на ЗППЦК публичното предлагане е свързано със серийното им качество, което ги прави изначално годни за масово първоначално разпространяване сред множество потенциални инвеститори и съответно за привличане на средства от тях за финансиране на бизнеса на емитента срещу обещаване на доход.

При финансовите инструменти по смисъла на Закона за пазарите на финансови инструменти (ЗПФИ) и особено при деривативите, на преден план е качеството „публична търгуемост“, основаващо се на свободната прехвърлимост. Именно поради това на регулиран пазар като финансови инструменти по смисъла на ЗПФИ принципно могат да се търгуват, доколкото са безналични, и несерийни, единично издадени инструменти като например форуърдни договори, суапи, както и търговски ценни книжа (записи на заповед, менителници), които са квалифицирани като вид инструменти на паричния пазар (вж. § 1, т. 13 от ДР на отменения ЗПФИ и § 1, т. 15 от ЗПФИ от 2018 г., както и чл. 11 от Делегиран регламент 565 от 2016 г. относно изискванията към тях). Очевидно поради това на регулиран пазар серийността не е задължително изискване. Там е нормално и достатъчно единично издаден инструмент да бъде публично предложен за продажба чрез системата за търговия на съответния регулиран пазар на множество потенциални инвеститори. В този смисъл този инструмент е публично търгуем. Но на първичния пазар, на пазара за първично публично предлагане, серийността на предлаганите инструменти е задължителна, тъй като не е възможно да привлечаш

масово средства от множество инвеститори (поне 150 според прага в ЗППЦК) чрез предлагане на единично издадени търговски ефекти или деривативи.

В американското законодателство, административна и съдебна практика се отива още по-далеч. Чрез фигурата на инвестиционния договор като ценна книга на пазара на първично публично предлагане се третира всеки инструмент, при който е налице пасивно инвестиране (влагане на пари в съвместен бизнес, при което доходът се постига с усилията на други лица). При инвестиционния договор е пренебрегнато дори качеството свободна прехвърлимост на инструмента. Достатъчен е признакът пасивно инвестиране (доход с усилията на други). Очевидно по същите съображения белгийското законодателство за ценните книжа включва в обхвата си всички ценни книжа, които се предлагат публично, независимо от това дали се прехвърлят свободно или не. Пренебрегването на признака свободна прехвърлимост не е случайно законодателно хрумване, а логично максимално разширяване на защитата на инвеститорите, включително и срещу недобросъвестни емитенти на инвестиционни инструменти на пазара на първичното публично предлагане. В най-лошия вариант такива емитенти често се проявяват и като организатори на измамни схеми за масово присвояване на средства от вида на финансовите пирамиди. В този смисъл ЗППЦК търпи сериозна критика, тъй като стесни приложното на инвеститорската защита при първичното публично предлагане, като изостави при една от многобройните промени института на публично предлагания инвестиционен договор, институт, който бе възприет от американското законодателство още през 1995 г. със Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества.

С оглед на изложеното по-горе не е точно казаното от дисертанта, че само свободната прехвърлимост и безналичността са определящите характеристики за ценните книжа, по смисъла на ЗППЦК, като обект на публично предлагане. Авторът на труда не приема становището на К. Касабова, че тези инструменти притежават признака „публичност“, тъй като, „... възможностите за привличане на средства от повече от 150 или от неограничен кръг от лица следва от самата уредба на публичното

предлагане, както и от качеството „прехвърлимост“ на ценните книжа (с. 51-52). Тук дисертантът явно не е взел предвид именно серийността на инструментите, която изначално ги прави годни за публично предлагане, т.е. за масово разпространяване сред инвеститори. Привличането на средства от 150 и повече лица неизбежно означава серийност на инструментите за такова привличане. Без такава серийност достигането и прехвърлянето на прага за публичност от 150 лица е невъзможно.

Достатъчно е да се направи сравнение между облигациите, като дългови серийни инструменти, годни както за публично, така и частно инвестиране (влагане на средства в бизнес срещу обещание за доход), от една страна, и записите на заповед и менителниците от друга, като единично издавани инструменти, служещи за търговско кредитиране. Единично издаваните инструменти мога да се търгуват публично на регулирани пазари, ако са безналични и свободно прехвърлими, но не могат да са средство за мащабно, масово финансиране на бизнес от множество инвеститори. Ако инструмент с наименование „запис на заповед“ или „менителница“ бъде издаден серийно на първичния пазар (това се е случвало на ред национално регулирани първични пазари на инвестиционни ценни книжа) това ще означава, че такъв инструмент, независимо от наименованието си, е загубил качеството си средство за търговско кредитиране и се е превърнал в дългов инвестиционен инструмент от вида на облигацията. Тук, в контекста на публичноправната уредба, от решаващо значение е същността и съдържанието, а не формата и наименованието.

Казано обобщено, свободната прехвърлимост и безналичността на единично издаден инструмент го прави годен за публично търгуване на регулиран, вторичен, пазар, но такъв инструмент няма място при първичното публично предлагане. Там е мястото на инструменти, които са не само безналични и свободно прехвърлими, но и серийно издадени.

Ясен Николов аргументирано анализира както публичноправните, така и частноправните последици от публикуването на проспект, който съдържа невярна, непълна или заблуждаваща информация. Но според мен той не е обърнал достатъчно внимание върху характера като цяло на законодателството за капиталовия пазар. Поради защитните цели на това

законодателство (защита на инвеститорите и на пазара на инвестиционни инструменти като цяло) то има изявен публичноправен характер. Законите за капиталовия пазар – ЗППЦК, ЗПФИ, Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и други предприятия за колективно инвестиране, Закона срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти, Закона за дружествата със специална инвестиционна цел и т.н. са закони за административно регулиране и административен надзор върху дейността на участниците на този пазар. Това обуславя и обстоятелството, че легалните определения, включително и определенията за ценни книжа и за публично предлагане на ценни книжа в ЗППЦК, макар и да имат общопризнати частноправни характеристики, основаващи се на принципни положения в търговското и гражданското право, същевременно имат особеностите на специално конструирани понятия за целите и в контекста на прилагане на публичноправната уредба на капиталовия пазар.

На следващо място, авторът на дисертационното изследване не се произнася изрично за правната същност на проспекта като волеизявление, въпреки че подробно разглежда съдържанието на информацията в него и защитната му функция.

Авторът понякога се задоволява само с описание на нормативната уредба, без да я подлага в достатъчна степен на критичен анализ. Разбира се, една от причините за това безспорно е обемността и сложността на тази уредба.

Като цяло тези слабости не намаляват стойността на представеното изследване. Изтъкнатите научни приноси са напълно достатъчни, покриват изискванията на Закона за развитие на академичния състав, и поради това предлагам на научното жури да вземе решение за присъждане на образователната и научна степен „доктор“ на дисертанта Ясен Николов.

Май 2018 г.

Проф. д-р Валери Димитров