



Munich Personal RePEc Archive

# Questions about the amount and structure of the capital on the stock exchange

,

(New Bulgarian University - Sofia)

1996

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/112472/>  
MPRA Paper No. 112472, posted 22 Mar 2022 06:15 UTC

## ВЪПРОСИ ОТНОСНО РАЗМЕРА И СТРУКТУРАТА НА КАПИТАЛА НА ФОНДОВАТА БОРСА

*Ивайло Иванов Стайков*

**I.** Фондовата борса /ФБ/ е **търговец със специфичен правен статут**, който може да се създава и функционира единствено и само в правно-организационната форма на **акционерно дружество /АД/** – чл. 17, ал. 1 от Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества /ЗЦКФБИД/. **(1)** АД е най-яркият представител на т. нар. **капиталови търговски дружества /КТД/**. В правната теория е прието, че КТД са тези търговски дружества, при които доминиращо значение има **капиталът**, който е отражение на имущественото участие на акционерите или съдружниците и на икономическата структура и предназначение на дружеството. **(2)** Голяма част от законодателствата предвиждат задължение за обявяване на капитала в учредителния акт – договор или устав, и неговото вписване в търговския регистър и обнародване в официално държавно издание. Предвижда се също и **законоустановеност на неговия минимален размер**, както и задължение той да бъде изцяло записан. Предмет на настоящия анализ е разрешението, което дава ЗЦКФБИД на въпроса за размера и структурата на капитала на ФБ, както и някои критични бележки в тази насока.

**II.** Според чл. 18, ал. 1 от ЗЦКФБИД “за учредяване на ФБ е необходимо заявителят да има **внесен** капитал в размер не по-малко от 100 млн. лева”. Нормата се нуждае от тълкуване поради факта, че в тази и редакция, тя предизвиква някои теоретически дискусии, а за в бъдеще – може би и практически трудности при нейното прилагане.

Идеята на законодателя при приемането на нормата, като че ли е била, да фиксира т. нар. минимален размер /стойност/ на капитала, но не е постигнал това по убедителен начин. Проблемът идва от използвания атрибутив “**внесен**”. Известно е, че има **разлика** между понятията “записан” и “внесен” капитал, както и между пряко свързаните с тях понятия “записани”, “изплатени” и “издадени” акции /при АД/ и “записан” /”поет”/, “изплатен” или “внесен” дял /при ООД/. **(3)** Тези различия са не само плод на доктрината, но те са и виждане на закона: Търговския закон /ТЗ/ – чл. 161, ал. 4; чл. 174, ал. 1, т. 2 и т. 3; чл. 192, ал. 5 и др., както и ЗЦКФБИД – вж. изрично и недвусмислено чл. 47, ал. 2, т. 3, както и чл. 19, ал. 5, изр. II in fine, който ги използва като **легални термини**.

Член 161, ал. 2 ТЗ определя т. нар. **минимален размер на капитала** на АД или с терминологията на чл. 252, т. 5 ТЗ – законово изискуем минимум. В чл. 161, ал. 4 ТЗ императивно се постановява, че “капиталът трябва да бъде **изцяло записан**”. Следователно като материално-правна предпоставка за възникване на АД в тази насока /срв. и чл. 174, ал. 1, т. 2 ТЗ/ се открояват два момента: първо – изцяло записване на капитала значи в устава да се посочи точния му размер като стойност – цифрова величина /вж. и чл. 172, т. 3 ТЗ/, както и всички записани акции да имат конкретни носители, **(4)** и второ – така записаният капитал може да бъде най-малко посочения законово изискуем минимум, т.е. записаният капитал може да съвпадне с минималната стойност, може да е по-голям, но никога по-малък /срв. чл. 171 ТЗ, както и специфичното прекратително основание за прекратяване на АД по чл. 252, т. 5 ТЗ/. Аналогично е положението и при другите КТД – ООД и командитно дружество с акции.

В чл. 174, ал. 1, т. 3 ТЗ /за АД/ и чл. 115, т. 4 и чл. 119, ал. 1, т. 4 ТЗ /за ООД/, както и per argumentum a contrario от цитирания чл. 161, ал. 4, се говори за **внесен** капитал. Законът позволява КТД да се учреди като

изцяло записаният капитал не е изцяло внесен към времевия момент на възникване на дружеството /чл. 67 ТЗ/. Процентното съотношение между записан и внесен капитал за отделните КТД е различен. Това е нормативна възможност записан и внесен капитал към момента на възникване на КТД да се **различават като числена величина**. Разбира се, няма пречка те да съвпадат /записаният в учредителния акт капитал да е изцяло внесен/, но практиката и статистиката сочат, че този вариант е рядка хипотеза.

Въз основа на тези кратки бележки се поставя въпросът: кой капитал като стойност е посочен в чл. 18, ал. 1 от ЗЦКФБИД – минималният законово изискуем, записан или внесен към определен момент? Нормата казва внесен и следователно **липсва посочване** на законово изискуемия минимален размер, който да определи и минимално възможния записан капитал. Това е първото възможно тълкуване на правната норма. Търговският закон е **общ закон – lex generalis** /източник/ в търговското право, а ЗЦКФБИД е **специален закон /lex specialis/**. Ако се изходи от горното тълкуване следва, че правилото *Lex specialis derogi legi generali* **не може** да намери приложение. Изискуемият се минимум за капитала на АД според чл. 161, ал. 2 ТЗ е 5 млн. лева при учредяване с подписка и 1 млн. лева – при учредяване без подписка. ЗЦКФБИД не дава ограничения по коя система /сукцесивна или симултантна/ може да се учредява ФБ и следователно трябва да се приеме, че и двата възможни способа са допустими. Но така непълнотата на закона още повече се задълбочава. Тук именно се вижда и следствието от непоследователността /а може би и неразбирането/ в използваните термини. При този първи вариант на тълкуване излиза, че размерът на капитала на ФБ трябва да се определя по общите правила на ТЗ, но в същото време в ЗЦКФБИД се визира значително по-голям размер на внесен капитал. Стига се до едно **тълкуване in absurdum**.

Ако се следва логика в друга насока и се приеме, че нормата има предвид действително внесен капитал /като нормативно излишество трябва да се определи пояснението “не по-малко от”/, както и ако се отчете изискването на чл. 174, ал. 1 ТЗ да са внесени 25 на сто от записания капитал при вписването на АД, то чрез обратна аритметична операция трябва да се приеме, че законово изискуемият се минимум за учредяването на ФБ е 400 млн. лева! Това трябва да е **минималния възможен записан капитал**. Но и този втори вариант на интерпретация едва ли е съобразен *de lege lata* и дали не е в отклонение от замисъла на законодателя! Противоречието /а може би и празнотата в закона/ и в този случай остават неразрешени.

Член 18, ал. 2 ЗЦКФБИД внася едно допълнително материално-правно изискване във фактическия състав за учредяване на ФБ. Внасянето на капитала става в **два момента и в различна стойност** – 25 % от стойността по ал.1 /цифровата величина там е 100 млн. лева/ към момента на подаване на заявлението за издаване на разрешение, а останалата част /75 %/ – към момента на получаване на разрешението. Нормата е **императивна** – “трябва да бъде внесен”. По отношение на АД в общия ТЗ няма подобно изискване. Според чл. 24, ал. 3 ЗЦКФБИД този времеви интервал е минимум един месец. Целесъобразността на подобно разрешение е извън обхвата на настоящата статия. Но в тази връзка буди недоумение постановеното в чл. 6, ал. 1, т. 5, б. “а” от Наредбата за разрешенията за извършване на дейност като фондова борса, инвестиционен посредник и инвестиционно дружество /Обн., ДВ., бр. 23 от 1996 г./: като приложение към заявлението за издаване на лицензия, заявителят е длъжен да представи банков документ, удостоверяващ “размера на **внесения** капитал, но не по-малко от 25 на сто от **записания капитал**”. По замисъл тази норма трябва да е повторение на чл. 18, ал. 2

ЗЦКФБИД – 25 % от 100 млн. лева, т.е. 25 млн. лева като възможен внесен капитал. Но редакцията на подзаконовата норма е “25 на сто от **записания** капитал”. Стана вече ясно, че в закона не е посочен минимума за записан капитал. Каква стойност трябва да има той в крайна сметка по смисъла на Наредбата – 100 млн. лева или друг размер? Трябва да се приеме, че объркването е тотално!

Един пример: Учредява се ФБ със записан капитал 120 млн. лева. Според изискването на закона при подаване на заявлението трябва да са внесени 25 на сто от 100 млн. лева, т.е. 25 млн. лева, а според Наредбата 25 на сто от 120 млн. лева, т.е. 30 млн. лева, тъй като това е размерът на записания капитал. Логиката на тези изчисления следва от факта, че изискването по ал.2 “не по-малко от 25 на сто от капитала по ал. 1” се отнася до стойността 100 млн. лева по ал. 1, а не към “внесен капитал” или някакъв друг капитал. Не може да има внасяне на процент от вече “внесен капитал” /”внесен” е минало причастие/. Това е граматическото и систематическо тълкуване на двете алинеи в тези им редакции. Друго щеше да бъде, ако в нормите се използваше терминът “записан капитал” и наред с това се поставя изискване какъв процент от вече записания капитал трябва да бъде внесен към определен времеви момент.

Предвид на горното и като стремеж да се избегне и това противоречие, може да се предложи едно **трето тълкуване** на чл. 18, ал. 1 ЗЦКФБИД. Нормата визира законово изискуемия записан минимум – 100 млн. лева, **(5)** който обаче трябва да е **внесен изцяло** към момента на получаване на разрешението /лицензията/ за извършване на дейност като ФБ. Така законовата и подзаконовата норми ще се съгласуват и пояснението “не по-малко от“ ще има значение. Алинея 2 ще бъде **специален** текст, който ще дерогира възможността по общия ТЗ /чл. 174, ал. 1, т. 3/, внасянето на записания капитал да става на части в различни

моменти и при това втората част от вноската да бъде след регистрацията на дружеството. При ФБ внасянето на капитала става също на две части, но този процес се развива още в **първия етап от учредяването** на правния субект – производството пред Комисията по ценните книжа и фондовите борси. Мисля, че това трето тълкуване най-вярно отговаря на идеята на нормотвореца и има най-здрав правен смисъл, макар и редакционно да не е отразено по възможно най-правилния и прецизен начин.

Във връзка с предложения анализ трябва да се отбележи, че този начин на законодателна техника при определяне на такъв важен и основен белег на едно КТД, какъвто е размера на капитала му, търпи сериозна критика. Нужно е било законодателят изрично да определи в ЗЦКФБИД законово изискуемия минимален размер на капитала на ФБ, а едва след това да регламентира начинът, по който той трябва да се внася във времево отношение. Никакви съображения за целесъобразност не могат да се сочат като аргумент – трябва да се даде превес на законосъобразността и да се следват утвърдени правни принципи на нормотворчество и нормоустановителна техника.

**III.** По отношение структурата на капитала на ФБ ЗЦКФБИД е значително по-ясен. В чл. 19, ал. 1 се посочва, че “най-малко две трети от капитала на борсата трябва да бъде притежаван от банки, инвестиционни посредници, финансови къщи и застрахователни дружества”. Това е **изискване по-голяма част от акционерите да са силни в икономическо отношение субекти** – банки и други небанкови финансови институции. Така определена, структурата на капитала на ФБ, както и това, че тя е търговец по правно-организационна форма, е пряко следствие от нейния **специфичен предмет на дейност и специална търговска правоспособност** /вж. чл. 17, ал. 2 и чл. 29, ал. 1, т. 3 – специалното основание за налагане на санкцията “отнемане на издадено разрешение”/.

Според легалната дефиниция на чл. 16, ал. 1 “ФБ е организирано тържище на ценни книжа, което осигурява на своите членове и на техните клиенти равен достъп до пазарната информация и равни условия за участие в търговията”. На ФБ като стопански субект законодателството възлага функцията на основен движещ фактор в борсовата търговия. **(6)**

Но от друга страна, законът въвежда и едно **второ ограничение**, пряко свързано с първото: “акционер в борсата не може да притежава пряко или чрез свързани лица повече от пет на сто от нейните акции” /чл. 19, ал. 2/. Замисълът на нормата се отнася именно за тези икономически силни правни субекти. При сравнение на двете алинеи се стига до извода, че ЗЦКФБИД, чрез тази структура на капитала, цели от една страна кумулиране на големи парични средства от стопански силни търговци, нужно за ефективното функциониране на ФБ, а от друга – избягване на концентрацията на управлението и неговото подчиняване на един или няколко от същите тези лица. Т.е., накратко: във ФБ като акционери трябва да участват **много и при това икономически стабилни правни субекти**. Тази теза се подсилва и от законовата дефиниция на **свързани лица** /§ 1, т. 3 от Допълнителната разпоредба/, даваща различни хипотези, при които може да се стигне до фактическо надмощие /пряко или косвено/ при управлението на ФБ. Идеята е доразвита и в Наредбата, където в чл. 6, ал. 2, т. 6, б. “в” се изисква към заявлението за издаване на лицензия да се приложи надлежен документ – декларация, че лицата записали акции във ФБ не са свързани лица по смисъла на закона. **(7)**

Двете анализирани законови ограничения не се прилагат, когато като акционер във ФБ участва **българската държава**. Но за да влезе в сила това **изключение**, участието на държавата трябва да бъде само под формата на **непарични вноски /апорт/**. При липса на специално нормиране по отношение на тях, трябва да се прилагат общите правила на



чл. 72-73 ТЗ във връзка с техния вид, оценяване и начин за внасяне. Per argumentum a contrario от чл. 19, ал. 3 ЗЦКФБИД, при парично участие на държавата във ФБ, на общо основание ще се приложат ограниченията по ал. 1 и 2. В настоящите редове оставям настрана въпроса за целесъобразността на чл. 19, ал. 3, както и за конституционността на тази разпоредба /предвид изискването на чл. 19, ал. 2 от Конституцията за еднаквите правни условия за стопанска дейност на всички правни субекти/ и за потенциалната възможност да се създаде своеобразна “държавна” ФБ.

**IV.** Алинеи 4 и 5 на чл. 19 от ЗЦКФБИД са посветени на **увеличаването на капитала** на ФБ – неговия начин и процедура за това. Този проблем, макар и свързан със структурата и размера на капитала, се нуждае от подробен анализ. Тук е нужно да се отбележи само, че от гледище на законодателната техника и строеж на нормативните актове, би било добре, тези разпоредби да се обособени в самостоятелен член, като по този начин би се открила тяхната важност и характерът им на специални норми /lex specialis/ по отношение на общите правила за увеличаване на капитала на АД /чл. 192-198 ТЗ/.

**V.** При анализа на особеностите при капитала на ФБ е необходимо да се очертаят и някои въпроси относно вида акции на този търговско-правен субект, доколкото акцията като стойностна част от капитала на АД е изражение на имущественото участие на всеки акционер в него и в това си именно качество тя дава определени от закона или устава акционерни права- имуществени и неимуществени.

По отношение някои от аспектите на капитала и акциите на ФБ трябва да се прилагат **съответните норми от общия ТЗ**, доколкото ЗЦКФБИД не дава специални изисквания за тях. Т. напр. в сила и за ФБ са правилата на: чл. 161, ал. 1 – капиталът и стойността на акциите се определят в левове; чл. 162 – даващ минималната номинална стойност на

една акция; чл. 175, ал. 2 – въвеждащ забраната за издаване на акции с различен номинал; чл. 175, ал. 3 – нормиращ условията относно купюрния строеж; чл. 246 – регламентиращ фонд “Резервен” – неговите източници и използването на средствата в него и други разпоредби на ТЗ.

Особеност на ФБ като вид АД е, че тя **не разпределя дивиденди** /чл. 17, ал. 3 ЗЦКФБИД/. Следователно едно от основните имуществени права на всеки акционер в едно АД /чл. 181, ал. 1 ТЗ/ – правото на дивидент, е изключено чрез изрична законова норма за акционер във ФБ. Това е съществено отклонение от обща правна постановка, което произтича от икономическото предназначение и функции на ФБ. Тя е търговец, но не се занимава с търговия в прекия /икономически/ смисъл на понятието, а с борсова търговия, чиито основни аспекти са регулирани от глава VIII на ЗЦКФБИД. **(8)**

**VI.** Друга, много характерна особеност на ФБ, даваща пряко отражение и върху капитала на търговското дружество, е обстоятелството, че ФБ издава **само поименни акции с право на един глас** /чл. 20/. ФБ не може да издава акции на приносител и следователно при нея като АД не е възможно да има повече от един отделен клас акции /срв. чл. 181, ал. 3 ТЗ/.

ЗЦКФБИД не дава изричен отговор на въпроса дали ФБ може да издава привилегировани акции. **(9)** Отговорът трябва да е **отрицателен** и аргументите се извличат от съпоставителното логическо тълкуване на норми от ЗЦКФБИД и чл. 182 ТЗ, уреждащ правния режим на привилегированите акции. **(10)** Уставът на ФБ не може да предвиди “гарантиран или допълнителен дивидент” като привилегия за акционера, защото тя, както вече се посочи, въобще не разпределя дивиденди. Не може също да се запише, привилегированите акции да са без право на глас, по причина, че чл. 20 ЗЦКФБИД недвусмислено казва, че акциите на ФБ са “с право на един глас”. Това изрично посочване, което е принцип в

акционерното право /вж. чл. 181, ал. 1 ТЗ/ и основно неимуществено право на всеки акционер /лишаването от право на глас в Общото събрание на акционерите – срв. чл. 220, ал. 1 ТЗ и съответната компенсация за това под формата на привилегия, с други, най-често имуществени права, е изключението от принципа/ е **индиция за забраната ФБ да издава безгласни акции.**

Спор може да възникне при привилегированите акции, осигуряващи дял от дружественото имущество при ликвидация на търговското дружество. ЗЦКФБИД не изключва от правата на акционера във ФБ имущественото му право на ликвидационен дял /квота/, съобразно с номиналната стойност на акциите му. Следователно може да се мисли и за подобна привилегия с оглед определен тип привилегировани акции. Но именно тука е мястото да се посочи **основният и общ аргумент**, даден от ЗЦКФБИД, срещу възможността ФБ да предвиди в устава си и да издаде впоследствие привилегировани акции. Още в законовата дефиниция на чл. 16, ал. 1 *in fine* се говори за “равни условия за участие в търговията на членовете на ФБ”, а в чл. 25, ал. 1, т. 6 се посочва едно от абсолютните законови основания за отказ от страна на Комисията по ценните книжа и фондовите борси да издаде разрешение за извършване на дейност като ФБ: “в устава или в борсовия правилник има разпоредби, които дават предимство на акционерите при участие в борсовата търговия”. Макар и въпросното имуществено право да се реализира в един по-късен етап от живота на АД – ликвидационното производство, а не през време на функционирането му като организирано тържище на ценни книжа и основен субект на борсовата търговия, подобна привилегия би била в разрез с законодателната идея. Лишаването на акционера от право на глас за сметка на подобна имуществена привилегия /при такъв вид привилегирована акция/, би го поставило в неравноправно положение на

член на ФБ и участник в борсовата търговия. Подобна разпоредба от устава ще бъде **нищожна** като противоречаща на повелителна законова забраняваща норма.

На тази основа нормите на чл. 17, ал. 3 и чл. 20 трябва да се тълкуват в смисъл, че те **императивно определят вида на акциите и правата на акционера**, които му се предоставят. Капиталът на ФБ може да бъде разделен само на поименни акции даващи право на едни глас в Общото събрание на акционерите, право на ликвидационен дял и неимуществени права – право на контрол, право на информация и др. Правото на ликвидационен дял произтича между друго и от разпореждането на чл. 17, ал. 1, според което ФБ се ликвидира /законът не използва дори терминът “прекратява”, доколкото прекратяване и ликвидация на търговско дружество съществено се различават по правна същност/ по реда, уставен за АД /глава XVII ТЗ и по конкретно в тази връзка вж. чл. 271 ТЗ – разпределение на дружественото имущество/. Признаването на неимуществени акционерни права произтича от същата разпоредба /in fine/ и от липсата на изрична законова забрана или ограничение /”доколкото в този закон – ЗЦКФБИД – не е предвидено друго”/.

**VII.** Изводът по отношение нормативната уредба на ФБ като правен субект на търговското право е, че тя на моменти е противоречива, непоследователна и отчасти непълна. По отношение на някои въпроси се накърняват основни правни принципи, способности на законодателна техника и утвърдена правна терминология. Аспектите относно правната целесъобразност трябва да останат на заден план, при условие, че е накърнен принципът на законосъобразност. **De lege ferenda** е наложително веднага да се изработят, внесат и приемат съответните поправки и допълнения в закона, които да нормират по един ясен и недвусмислен начин размерът на капитала на този стопанско-правен субект, да се

допълни уредбата на неговата структура, както и да се прецизира използването на правната терминология и език. По този начин ще се избегнат теоретичните спорове, ще се подпомогне правоприлагането от компетентните държавни органи и специфичната стопанска дейност на самите правни субекти. Известна на всички е юридическата аксиома, че добро нормоприлагане е възможно само при ясно, пълно и безпротиворечиво нормотворчество.

### **БЕЛЕЖКИ:**

1. За правната същност на ФБ вж. Калайджиев, А. Фондова борса, в-к Делова седмица, 1996, бр. 11, с. 11.

2. Герджиков, О. Коментар на Търговския закон, кн. I, С., 1991, с. 214-215; Таджер, В. Капиталови търговски дружества, С., 1994, с. 18-19.

3. Вж. Стайков, Ив. Някои аспекти относно правната уредба на условията и процедурата за издаване и отпечатване на акции, сп. Търговско право, кн.1, 1996, с. 27-28; Стайков, Ив. За размера на капитала на инвестиционния посредник, сп. Капиталов пазар, 1996, бр. 4, с. 33-34.

4. Така Таджер, В. Цит. съч., с. 138.

5. На това становище е и Георги Спасов, който дава и мнение относно целесъобразността на подобно нормативно разрешение на въпроса вж. Ценни книжа. Фондови борси. Инвестиционни дружества, авторски колектив, С., 1995, с. 226-227 .

6. Кратък анализ на правната уредба на борсовата търговия у нас вж. Калайджиев, А. Борсова търговия, в-к Делова седмица, 1996, бр. 13, с. 11 и Сборника Ценни книжа. Фондови борси. Инвестиционни дружества, авторски колектив, С., 1995, с. 257-262.

7. За понятието “свързани лица” вж. Димитров, В. Свързани лица по смисъла на ЗЦКФБИД, сп. Капиталов пазар, 1995, бр. 2 (15), с. 26-27.

8. За същността на ФБ като правно образувание от смесен и своеобразен тип и за въпроса дали ФБ е търговец вж. Ценни книжа. Фондови борси. Инвестиционни дружества, авторски колектив, С., 1995, с. 220 и с. 235-236. Георги Спасов признава на ФБ търговскоправно качество, но я определя и като **квазипублична институция**.

9. За видовото деление на акциите вж. Голева, П. Правен режим на акциите, С., 1991, с. 82-93; Голева, П. Акцията – понятие и видове, Правна мисъл, 1991, бр. 1.

10. До този извод стига и Георги Спасов вж. Ценни книжа. Фондови борси. Инвестиционни дружества, авторски колектив, С., 1995, с. 231.