

# **Политика за развитие на капиталовия пазар в България, септември 1997**

СЕПТЕМВРИ, 1997 г.  
СОФИЯ

## **ЦЕНТЪР ЗА ИЗСЛЕДВАНЕ НА ДЕМОКРАЦИЯТА**

Центърът за изследване на демокрацията е основан през 1989 г. като независима нестопанска организация за изследване на обществената политика и подпомагане изграждането на стабилна демократична система в България. Към Центъра работят икономическа, социологическа и правна програми.

Целите на Центъра за изследване на демокрацията са:

- Насърчаване на икономическите реформи в страната чрез стимулиране на процеса на приватизация и развитие на частния сектор;
- Подпомагане на правните реформи чрез външна експертна помощ и изготвяне на законопроекти;
- Подпомагане на процеса на приобщаване на страната към Европейския съюз;
- Насърчаване развитието на неправителствения сектор, което ще гарантира развитието на демократичното общество.

---

Център за изследване на демокрацията

Ул. "Лазар Станев" 1, София 1113

Тел.: 971-3000; факс: 971-2233; Е-mail: [csd@online.bg](mailto:csd@online.bg); <http://www.csd.bg>

ПОЛИТИКА ЗА РАЗВИТИЕ НА  
КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ

ПОЛИТИКА ЗА РАЗВИТИЕ НА КАПИТАЛОВИЯ ПАЗАР  
В БЪЛГАРИЯ  
(ПРОГРАМА ЗА ДЕЙСТВИЕ)

## **Насока на действие 1.**

### **Развитие на система за поддържане на пазарната инфраструктура**

Настоящата нормативна и институционална уредба и съществуващата техническата база на българския капиталов пазар не е ефективна за поддържането на напълно развит пазар на ценни книжа. Необходимо е да се създадат съответни закони и институции, както и да се осигури техническа възможност за постепенното развитие на пазар, който да поеме обичайния обем на търговия с ценни книжа за страна с мащабите на България, и евентуално, международна търговия. Настоящият доклад е посветен на конкретните проблеми, които следва да се разрешат, за да се постигнат тези цели.

## **Насока на действие 1.1.**

### **Усъвършенстване на регулативната власт в съответствие с европейските и международните стандарти**

#### **Насока на действие 1.1.1.**

#### **Регулиране на извънборсовия пазар**

##### Общи положения

Комисията по ценните книжа и фондови борси (КЦКФБ) няма право да разработва и приема нормативни актове за регулиране на извънборсовия пазар, както и стандарти относно отчетността, предоставянето на информация, вътрешната организация, вътрешния контрол и уреждането на конфликти на интересите, във връзка с инвестиционните посредници. По този начин развитието на извънборсовия пазар се оказва един нестабилен процес, което пречи да се достигнат международните стандарти.

##### Цели

Да се създаде нормативна уредба, при която даден изпълнителен орган (най-вероятно Министерския съвет - МС) приема правила за регулиране на извънборсовата търговия. Така този важен пазарен сегмент ще може да се развие и да функционира съгласно принципите за прозрачност, конкуренция и отчетност. По-конкретно, свързаните с инвестиционните посредници (ИП) проблеми на вътрешната структура, предоставянето на информация, конфликтите на интереси, отчетността и стандартите за лоялност и добросъвестност трябва да се регулират, за да се подобри защитата на инвеститорите.

##### Дейности

Да се направят необходимите изменения в Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД).

##### Срок

Един до два месеца.

## **Насока на действие 1.1.2.**

### **Регулагивни правомощия спрямо фондовата борса**

#### Общи положения

КЦКФБ не разполага с ефективни механизми за контрол и не може да гарантира, че фондовата борса (ФБ) ще функционира в съответствие с поставените високи стандарти, особено що се отнася до нейния вътрешен правилник. След лицензиране на ФБ, въпросът за промени във вътрешния правилник остава изцяло в нейна свободна преценка, което може да се окаже потенциална опасност за инвеститорите.

#### Цели

Последващи изменения във вътрешния правилник на ФБ трябва да подлежат на одобрение от КЦКФБ. По този начин ще се осигури съществуването на адекватни правила за търгуване и предоставяне на информация, както и справедливи дисциплинарни процедури.

#### Дейности

Да се направят необходимите изменения в ЗЦКФБИД.

#### Срок

Един до два месеца.

## **Насока на действие 1.1.3.**

### **Стимулиране на законосъобразно поведение и насочване на търговията към регулираното пазарно пространство**

#### Общи положения

Развитието на пазара се затруднява от неспособността на регулативните механизми да мотивират участниците в търговията да спазват формалните процедури като регистрация, поддържане актуална информация в регистрите, предоставяне на информация под различна форма и т.н., както и да се подчиняват на формалните правила на пазара изобщо. Ако искаме пазарът да се развива по установения от закона модел, необходимо е да се подобри спазването на правилата и да се стимулира насочването на подлежащата на регулиране търговията към регулираното пазарно пространство. Подобна политика се затруднява от прекомерно високите такси, събирани от КЦКФБ (което е причина да се отбягват регламентирани процедури), и от неефективността на сравнително ниските глоби.

#### Цели

Таксите за регистрация и другите такси, събирани от КЦКФБ, трябва да се намалят значително. По този начин участниците на пазара ще се поощрят да спазват всички изисквания за регистрация и контрол. Приходите на Комисията най-вероятно няма да

спа-днат, поради увеличениния оборот, последвал намалението на таксите. Заедно с това законът трябва да пред-види по-сериозни глоби за наруши-телите. Това ще подобри дисциплината на участниците на пазара.

Дейности

Да се направят необходимите измене-ния в ЗЦКФБИД и в тарифата за такси на КЦКФБ.

Срок

Един до два месеца.

### **Насока на действие 1.2.**

**Разрешаване на проблемите относно собствеността върху публично търгуваните ценни книжа**

#### **Насока на действие 1.2.1.**

**Премахване двойния режим на регистрация**

Общи положения

Понастоящем законът предвижда двойствена система за регистрация на собствеността при публично търгувани ценни книжа: в книгата на акционерите на публично търгуваното дружество и в регистъра на Централния депозитар (ЦД). Възможността за несъответствия в информацията при тези две регистра-ции и липсата на публичност и контрол от страна на акционерите върху впис-ванията в акционерните книги внасят особено голямата несигурност относно собствеността върху акциите.

Цели

Да се осигури висока степен на сигурност относно собствеността върху публично търгуваните акции, като по този начин се постигне висока ликвид-ност на пазара и се увеличи доверието в публичната търговия с ценни книжа.

Дейности

Да се измени ЗЦКФБИД, така че да се изключи прилагането на нормите от Търговския закон (ТЗ), предвиждащи регистрация на прехвърлянето на ценни книжа в акционерните книги. Регис-трацията в регистъра на ЦД да се превърне в единствено валидното вписване на правото на собственост върху публично търгувани ценни книжа. Предложението следва да обхване както наличните, така и безналичните ценни книжа.

Срок

Един до два месеца.

## **Насока на действие 1.2.2.**

### **Обезсилване на вътрешните ограничения за търгуване**

#### Общи положения

Понастоящем законът позволява на дружествата да налагат обвързващи третите лица ограничения относно прехвърлянето на техни акции, само чрез записване на такива ограничения в устава. Липсата на публичност на уставите представлява сериозен риск за потенциалния купувач относно придобиването на необременена собственост върху ценните книжа. Подобни ограничения са допустими за ценните книжа на дружества, които не се търгуват на борсата, но са напълно неприемливи за ценни книжа, одобрени за публично търгуване.

#### Цели

Да се премахне рискът от придобиване на обременена собствеността върху публично търгуваните акции, като се забрани на дружества, чиито акции се търгуват публично, да създават обвързващи третите лица ограничения за прехвърляне на акции; по този начин да се постигне висока ликвидност на пазара, увеличаване на доверието в публичната търговия и укрепване на доверието на вътрешните и външните инвеститори.

#### Дейности

Да се измени ЗЦКФБИД, така че да се изключи прилагането на нормите от ТЗ, допускащи с устава на публично търгувани дружества да се установят обвързващи третите лица ограничения в прехвърляне на акции, допуснати до публична търговия.

#### Срок

Един до два месеца.

## **Насока на действие 1.2.3.**

### **Даване на приоритет на правата на инвеститорите пред правата на кредиторите на ИП**

#### Общи положения

Понастоящем законът не урежда по задоволителен начин конфликта между правата на клиента на ИП и правата на кредиторите на ИП. Проблемът става особено значим в случай на несъстоятелност, когато инвеститорите в ценни книжа, държани (в наличност или по сметка) от ИП: (1) от името на ИП, но за сметка на инвеститора, или (2) от името и за сметка на инвеститора, не могат да противопоставят правата си на кредиторите на ИП.

#### Цели

Да се разделят портфейлите на ИП на техни собствени портфейли и клиентски портфейли. Ценните книжа, дадени за доверително управление, съхранение или по друг начин при условията на доверителност, да се отделят от тези, притежавани от ИП, и да бъдат регистрирани с посочване на доверителния собственик. Следва да се изключи възможността кредиторите на ИП да предявяват претенции към ценни книжа (в наличност или по сметка), които се държат от ИП: (1) от името на ИП, но за сметка на инвеститора, или (2) от името и за сметка на инвеститора. Това ще доведе до висока ликвидност на пазара и увеличаване на доверието към публичната търговия.

#### Дейности

Да се направят изменения в ЗЦКФБИД за защита на клиентските сметки, в това число да се включат разпоредби за разделяне на портфейлите. Като най-ефективна мярка се препоръчва система за регистрация на собствеността единствено при ЦД. Така ще се гарантира доверието в регистрирането на собствеността (включително доверителната) и ще се установява несъмнено поредността на транзакциите. Правата на кредиторите на ИП няма да се накърнят, а тези на инвеститорите - ще се гарантират.

#### Срок

Един до два месеца.

### **Насока на действие 1.3.**

#### **Ефективен клиринг и сетълмент**

##### **Насока на действие 1.3.1.**

#### **Създаване на подробни правила, предвиждащи единна и централизирана система за клиринг и сетълмент**

#### Общи положения

Законът не урежда задоволително клиринга и сетълмента. На лице са само няколко кратки разпоредби в Наредбата за ЦД. Допълнително тези разпоредби са развити във вътрешния правилник на ЦД.

#### Цели

Да се разработи и приложи единна централна система за клиринг и сетълмент към ЦД. Евентуално да се създаде законово овластяване на ЦД да поеме сетълмента (който по принцип е банкова дейност). Всички сделки от публичната търговия следва да минават през тази система. Процесите на клиринг и сетълмент, гаранционните фондове, ценните книжа, държани на името на други лица, трябва да бъдат напълно извадени от приложното поле на несъстоятелността. Тази система следва да се въведе чрез закон, прието от Народното събрание.

#### Дейности

Да се допълни ЗЦКФБИД с нова глава, уреждаща функциите на ЦД, клиринга и сетълмента.

Срок

Един до два месеца.

### **Насока на действие 1.3.2.**

#### **Координиране на усъвършенстването на клиринга и сетълмента и системите за регистриране на собствеността**

Общи положения

Въпросите, засегнати в Насока на действие 1.2. (проблеми във връзка със собствеността), са свързани с клиринга и сетълмента. Ето защо, необходимо е да се обмислят и в светлината на подобряване на системата на клиринг и сетълмент.

Цели

Да се усъвършенства регистрацията и другите въпроси, отнасящи се до регистриране на собствеността, във връзка с подобряването на клиринга и сетълмента. Да се премахне задължи-телното изискване по Търговския закон за номериране на безналичните акции.

Дейности

Като по-горе.

Срок

Един до два месеца.

### **Насока на действие 1.4.**

#### **Усъвършенстване на ФБ**

##### **Насока на действие 1.4.1.**

#### **Повишаване отчетността на ФБ**

Общи положения

Понастоящем не съществуват законо-дателни задължения ФБ да следи за извършените сделки и да предоставя тези данни на КЦКФБ във връзка с търговията. Това е една от липсващите връзки в механизма за осигуряване на стабилен пазар и се различава от стандартите, възприети в законодателството на Европейския съюз.

Цели

Отчетността на ФБ трябва да бъде повишена. ФБ трябва да води отчет на търговията и да представя периодично информация на КЦКФБ. Отчитането трябва да става в стандартен формат, който да бъдат уредени от специална наредба.

Дейности

Изменение на ЗЦКФБИД по начин, който да овласти издаването на Наредба за предоставяне на информация от ФБ.

Срок

Един до два месеца.

#### **Насока на действие 1.4.2.**

#### **Осигуряване непрекъснатостта на търговията с ценни книжа, които се търгуват без договор**

Общи положения

Понастоящем законът не третира проблема за принудителното прекратяване на търговията с ценни книжа, емитентите на които нямат договор с ФБ. Това създава риск от неправомерно поведение от страна на ФБ.

Цели

Да се създадат ресурси и условия, при които ФБ да може да прекратява търгуването на ценни книжа без договор, например, само след публично уведомление и възможност за възражения. Това ще стабилизира съответния пазарен сегмент, който се очаква да бъде

относително важен в началните етапи на търговията с ценни книжа, когато ще доминира търговията без договори. Това е особено важно с оглед на масовата приватизация, ако би се създал отделен кръг на борсата за търговията на тези книжа.

Дейности

Изменение на ЗЦКФБИД.

Срок

Един или два месеца.

#### **Насока на действие 1.5.**

#### **Подобряване на правната уредба на ИП**

Общи положения

Начинът, по който са уредени инвестиционните посредници в ЗЦКФБИД, разкрива съществени недостатъци. Основен проблем е отсъствието на "попечителски услуги"



от списъка на позволения предмет на дейност на ИП. При липсата на право да се извършват тези услуги, само банки, а не обикно-вените ИП, ще могат да извършват попечителски услуги.

## Цели

Инвестиционните посредници трябва да бъдат уредени по начин, който им предоставя възможността да предлагат пълен спектър от услуги на своите клиенти. В този смисъл, попечителските услуги във връзка със съхранение на налични ценни книжа и водене на сметки за ценни книжа, трябва да бъдат уредени. Като част от това, важна функция на ИП, която трябва да се предвиди от закона, е поддържането и обслужването на сметките на клиентите.

## Дейности

Изменение на ЗЦКФБИП по съответния начин.

## Срок

Един или два месеца.

## **Насока на действие 1.6.**

### **Създаване и подобряване дейността на организирания извънборсов пазар**

#### **Насока на действие 1.6.1.**

#### **Въвеждане на изисквания за разкриване на информация**

##### Общи положения

Извънборсовият пазар е изцяло нерегулиран. Трябва нормативно да се осигурят минимален брой изисквания по отношение на разкриването на информация, редовно обявяване на цените, информация за търгуваните обеми и др.

## Цели

Даване възможност на този важен пазарен сегмент да се развие и функционира според принципите на прозрачността, конкуренцията и отчетността.

## Дейности

Изменение на ЗЦКФБИД.

## Срокове

Един или два месеца.

## **Насока на действие 1.6.2.**

## **Създаване на законова основа на електронния документ**

### Общи положения

Извънборсовият пазар се заражда и със сигурност ще се развие повече като пазар на безналични книжа и като електронен пазар. Това поражда поредица от потенциални проблеми: доказване автентичността на електронно генерирани и разпространени заявки за покупки и оферти; предпазване от грешки при електронното разпространение на информацията; предпазване от престъпно поведение посредством вмешателство в търговските електронни системи; и т.н.

### Цели

Да се пресъздаде в закон концепция за електронния документ. Да се направи обмяната на електронни съобщения в процеса на търговията толкова надеждна, колкото е и при традиционната търговия с документна хартиен носител. В контекста на електронната търговия, да се даде възможност за регистриране на собствеността върху книжа в регистъра на ЦД по електронен път.

### Дейности

Създаване и приемане на Закон за електронния документ и електронния подпис.

### Срок

Дванадесет до осемнадесет месеца.

## **Насока на действие 1.6.3.**

### **Автоматизирана котировъчна система**

#### Общи положения

Извънборсовият пазар изисква автоматизирана котировъчна система. По този начин, конкуриращите се дилъри ще бъдат свързани чрез информационна мрежа.

#### Цели

Създаване на автоматизирана котировъчна система. По този начин, заявките и офертите ще се въвеждат от дилъри и ще станат достъпни на потребителите в реално време.

#### Дейности

Започване на работа по създаването и прилагането на автоматизирана котировъчна система. Като краткосрочно решение, създаване на временна автоматизирана котировъчна система, оперираща посредством взети под наем линии, обслужвани от Дау Джоунс/ Ройтер.

Срок

Три до двадесет и четири месеца.

#### **Насока на действие 1.6.4.**

### **Осигуряване на саморегулиране на организирания извънборсовия пазар**

Общи положения

Извънборсовият пазар, както и фондо-вата борса, трябва да се саморегулират в голяма степен. Следователно, по-добно на ролята на ФБ по отношение на борсовия пазар, институционалната роля по отношение на извънборсовия пазар трябва да се изпълнява от частна или квази-държавна институция. При липсата на такава институция, организиран извънборсов пазар е немислим, защото няма да има орган, който да поеме отговорността за създаването на необходимата инфраструктура. Това също ще даде възможност за само-контрол като най-висша гаранция за добросъвестна търговия.

Цели

Предвиждане в закона на възможност за създаване на неправителствена организация (НПО), представителна за всички дилъри/брокери, със задачата да организира автоматизирани котиро-въчни системи, да въведе стандартите за честна дилърска/брокерска прак-тика, да приеме правилата за търгуване на извънборсовия пазар, стандартите за реклама, дисциплинарните проце-дури за членовете, и т.н.

Подбор/разработване на автоматизи-рана котировъчна система, която да се използва при създаването на елек-тронен извънборсов пазар.

Дейности

Изменение на ЗЦКФБИД по съответния начин.

Започване работа по изграждането на автоматизирана котировъчна система.

Работа по излъчването на легитимна НПО, представителна за всички дилъри/брокери.

Срок

Шест до двадесет и четири месеца.

#### **Насока на действие 1.6.5.**

### **Разделяне на инвестиционното от търговското банкерство**

Общи положения

Българското законодателство не пред-вижда институционалното разделяне между инвестиционните и търговските банкови дейности. Този подход сам по себе си не е необичаен по между-народните стандарти, но витаги е придружен от ясни и стриктни

правила за изграждането на "Китайски стени" вътре в банките, с цел разграничаване на едновременното извършване на търговски и инвестиционни дейности. Липсата на такива правила дава възможност за процъфтяване на конфликти на интереси и злоупотреба с вътрешната информация, което е неблагоприятно за фондовия пазар като цяло.

#### Цели

Издигане на банките, извършващи едновременно инвестиционни и търговски дейности, до високи стандарти на поведение, което да гарантира пълно разделяне на тяхната инвестиционна дейност от търговската им дейност.

#### Дейности

Изменение на Закона за Банките по съответния начин.

#### Срок

Два до шест месеца.

#### **Насока на действие 1.7.**

**Подобряване на изискванията за разкриване на информация за публично търгуваните дружества**

#### **Насока на действие 1.7.1.**

#### **Оптимизиране осъвременяването на проспектите**

##### Общи положения

Понастоящем законът изисква непрекъснато "осъвременяване" на вече издадените проспекти, дори след като е приключило публичното предлагане, наред с периодично разкриване на информация. Това е доста тежка задача, както за КЦКФБ, така и за публично търгуваните дружества.

#### Цели

Премахване на изискването за "осъвременяване" на проспектите след края на предлагането, като се запази изискването за периодично разкриване на информация.

#### Дейности

Изменение на ЗЦКФБИД по съответния начин.

#### Срок

Един до два месеца.

## **Насока на действие 1.7.2.**

### **Въвеждане на изискване за разкриване на информация за дружества с многобройни акционери**

#### Общи положения

Понастоящем законът не урежда хипо-тезата, в която едно дружество "неволно" става публично търгувано по силата на високата степен на раз-дробеност на капитала му. Независимо че технически акции на дружеството никога не са били публично предлагани, рискът за многобройните малки инвеститори става значителен.

#### Цели

Предвиждане на изисквания за пери-одично разкриване на информация (годишни и полугодишни отчети) за дружества, които не са правили публично предлагане, но чиито акционери са надвишили определена бройка (напр. 500). Така ще бъде уредена една високо-рискова "зона" и инвеститорите ще бъдат защитени по-добре.

#### Дейности

Изменение на ЗЦКФБИД по съответния начин.

#### Срок

Един или два месеца.

## **Насока на действие 1.7.3.**

### **Оптимизиране процедурата за търгово предложение за изкупуване на ценни книжа**

#### Общи положения

Понастоящем законът изисква от всяко лице, което желае да закупи над 25% от публично търгуваните книжа на едно дружество, да получи одобрението на КЦКФБ и Комисията за защита на конкуренцията (КЗК), преди лицето да отправи до акционерите предложение за изкупуване. Процедурата е тромава и фактически ще направи не възможно сключването на подобни сделки.

#### Цели

Да бъде въведена работеща процедура за придобиване на големи количества (над 25%) от акциите на публично търгувани дружества. Сега съществуващите материални предпоставки за законосъобразността на предложението за изкупуване следва да бъдат запазени. Нужна е обаче отмяна на изискването за предварителен контрол за законосъобразност, изразяващ се в одобрение на предложението от КЦКФБ и КЗК. В замяна законът следва да задължи предложителите да уведомяват незабавно КЦКФБ за

предприети изкупувания, така че тя да може да наблюдава процеса и да се намеси, ако материалните предпоставки за законо-съобразност бъдат нарушени.

Дейности

Въвеждане на съответните изменения в ЗЦКФБИД.

Срок

Един до два месеца.

### **Насока на действие 1.8.**

#### **Създаване на механизъм за "връщане" на публичните дружества към статус на частни дружества**

Общи положения

Понастоящем законодателството изоб-що не урежда хипогезата, в която дружество, излязло веднъж на пазара като публично, на практика става в частно. Поради това подобно дру-жество е обречено да продължи да се съобразява с изискванията за разкри-ване на информация и други нормативни разпоредби, които в нейния случай не са оправдани. Така се стига до зна-чителна загуба на време и усилия както от дружествата, така и от регулиращите органи, да не говорим за участниците на пазара, които виждат около себе си все повече и повече публични компании-фантоми.

Цели

Създаване на механизми, освобожда-ващи дружествата, които по същество са станали или искат да станат частни, от разкриването на информация и други регулаторни изисквания. Това може да стане чрез смесен подход. От една страна, на дружеството трябва да се даде свобода да се "самоопредели" и, при условие че интересите на акцио-нерите му са защитени, да му се позволи да престане да бъде публично. От друга страна, КЦКФБ трябва да има правомощията, спазвайки определени критерии, да освобождава публичните дружества от изискванията за от-четност, разрешавайки им по този начин да преустановят своя "публичен статус". Това ще позволи изграж-дането на своего рода "клирингов механизъм", който да спести напраз-ните усилия от страна на обществото за поддържане на формалния публичен статус на много дружества, които на практика са се превърнали в частни. Този въпрос е особено актуален по отношение на акциите, прехвърлени в процеса на масова приватизация, които се очаква да се търгуват публично през даден първоначален период, но могат да се превърнат в частно търгувани, след като въпросът за собствеността е вече уреден.

Дейности

Въвеждане на съответните изменения в ЗЦКФБИД.

Срок

Един до два месеца.

### **Насока на действие 1.9.**

#### **Защита правата на дребните акционери в публичните дружества**

Общи положения

Докато в частните дружества защитата на дребните акционери обикновено не представлява проблем, то при публичните дружества тя трябва да бъде надлежно гарантирана. Възможността за намаляване дела на дребните акционери в капитала на тези дружества е едно от най-нежелателните явления.

Цели

Дребните акционери в публичните дружества трябва да бъдат надлежно защитени от "размиване" на техните дялове. Ето защо при тези дружества трябва да се пресече възможността за ограничаване правото на всеки акционер да закупува новоиздадени акции пропорционално на притежавания от него дял. В добавка към изискването за квалифицирано мнозинство (3/4 от капитала) би могло да се препоръча и изискване за кворум.

Дейности

Изменение на ЗЦКФБИД по начин изискването за мнозинство от 3/4 от гласовете за отмяна на правото за пропорционално придобиване на акции да бъде допълнено от изискване за кворум, който да се прилага при дружества, чиито акции са допуснати до публична търговия.

Срок

Един до два месеца

### **Насока на действие 1.10.**

#### **Подобряване на механизмите за търговия с ДЦК**

##### **Насока на действие 1.10.1.**

#### **Създаване на задоволителна и непротиворечива нормативна уредба за търговия с ДЦК на ниво закон**

Общи положения

Понастоящем законодателството не урежда задоволително търговията с ДЦК. В контекста на правната уредба на ценните книжа, създадена с акт на парламента (ЗЦКФБИД), емитирането и търговията с ДЦК се урежда от наредба на Българската национална банка (БНБ) и Министерството на финансите. Тези наредба, от една страна, а ЗЦКФБИД и останалото законодателство, от друга, се намират в открито

противоречие по ред въпроси. Това създава рискове за инвеститорите, принуждавайки ги да разчитат на една формално порочна законова рамка.

#### Цели

Уреждане на търговията с ДЦК със закон, който да разреши всички конфликти между настоящата нормативна уредба за ДЦК и ЗЦКФБИД. Това може да се постигне чрез включване в ЗЦКФБИД на всички необходими положения, регулиращи емитирането, търговията и регистрацията на собствеността на ДЦК.

#### Дейности

Изготвяне на нужни законодателни промени.

#### Срок

Три до дванадесет месеца.

#### **Насока на действие 1.10.2.**

##### **Създаване на равни условия за всички дилъри на вторичния пазар**

#### Общи положения

Понастоящем законодателството относно ДЦК поставя в неравностойно положение първичните и вторичните дилъри на вторичния пазар на ценни книжа. В резултат на това може да се компрометира изграждането на истински вторичен пазар.

#### Цели

Всички ИП трябва да имат еднакъв достъп до вторичния пазар на ДЦК. Това ще допринесе за конкурентността на пазара, както и за по-прецизното ценообразуване.

#### Дейности

Изготвяне на нужния проектозакон.

#### Срок

Един до два месеца.

#### **Насока на действие 1.10.3.**

##### **Подобряване на системата за регистрация на ДЦК**

#### Общи положения

Съществуващата система за регистрация на ДЦК не е достатъчно оперативна. Тя представлява смесица от регистри и подрегистри, административни от БНБ съвместно



с банките- първични дилъри. Подобна система е препятствие за същинската пазарна търговия с ДЦК.

#### Цели

Необходимо е въвеждането на единна, централизирана система за регистриране на собствеността и другите права, свързани с ДЦК. Тя може да се ръководи от БНБ или Централния депо-зитар. Възможно е също компромисно положение, при което тази централизирана система да се дели на два отдела, ръководени съвместно от двете ведомства. Правните последици от регистрацията на собствеността и другите права трябва да бъдат ясно очертани.

#### Дейности

Изработване на нужния проектозакон.

#### Срок

Един до шест месеца.

#### **Насока на действие 1. 11.**

#### **Разработване на подходящи стандарти за данъчно облагане, оценка и счетоводство при търговията с ценни книжа**

#### Общи положения

Съществуващите данъчни и счетоводни стандарти са напълно непригодни за търговията с ценни книжа. В резултат на това вторичните дилъри и другите играчи на пазара за ценни книжа срещат трудности при правилното осчетоводяване на дейността си и понасят данъчни загуби.

#### Цели

Необходимо е да се разработят подходящи стандарти за счетоводство и данъчно облагане, като по този начин ще се избягнат голям брой несъответствия и противоречия, възпрепятстващи търговията. Нещо повече, в някои случаи информацията, от която се нуждаят инвеститорите, силно се различава от онази, от която се нуждаят данъчните власти. Това налага разработването на правила и насоки за огласяване на счетоводна информация с инвестиционна насоченост.

#### Дейности

Създаване на проектодопълнения към съответните данъчни и счетоводни закони и стандарти. КЦКФБ следва да работи в тясно сътрудничество с данъчните власти в страната за въвеждане на изисквания за пълно и вярно разкриване на счетоводна информация, представляваща интерес за инвеститорите. В добавка, на КЦКФБ следва да се предостави известен надзор над изискванията за отчетност, а данъчните власти

трябва най-малкото да са задължени да получават одобрението на КЦКФБ преди въвеждането на счетоводни стандарти, засягащи инвестициите.

Срок

Един до шест месеца.

## **Насока за действие 2.**

### **Търсене и предлагане на ценни книжа, развитие на първичния пазар**

Много важен проблем на днешния пазар за ценни книжа е, че макар да е доста регулиран и структуриран, той няма обеми и практически не функционира. Трябва да се положат усилия, така че достатъчно количество ценни книжа с относително високо качество да се предлагат на пазара. Това трябва да се осъществи, като се освободи единственият възможен източник: акциите от приватизираните дружества.

#### **Насока за действие 2.1.**

##### **Касова приватизация чрез публично предлагане**

Общи положения

Публичното предлагане на акции държавна собственост може да се превърне в бърз и движен от пазарни механизми метод на приватизация. Невъзможността да се прибегне към такъв метод има за резултат недостатъчни търговски обеми на пазара на ценни книжа.

Цели

Да се предвидят нужните процедури, включително изискване за "проспект", така че да има възможност акции държавна собственост да се приватизират чрез публично предлагане. По такъв начин ще се развие честен и открит пазар. Цената на приватизираните акции ще се увеличи значително като последица от професионалното предлагане и конкурентното търсене.

Дейности

Да се разработи и приложи процедура за подготовка на ценни книжа за публично предлагане от страна на правителството. Да се разработят специализирани тръжни процедури.

Срок

Един до два месеца

#### **Насока за действие 2.2.**

**Да се осигурят условия за търгуемост на приватизираните акции**

### **Насока за действие 2.2.1.**

#### **Премахване на ограниченията за търгуване**

##### Общи положения

Налице са големи количества чакащи акции от приватизацията, които по една или друга причина не са търгуеми. Тези акции могат почти незабавно да се превърнат в база за публично търгуване, при условие че се премахнат ограниченията за търговия.

##### Цели

Премахване на всякакви ограничения за търгуване с приватизирани и други акции: работнически преференциални акции; акции от масовата приватизация; акции на приватизационните фондове.

##### Дейности

Да се направят изменения в Закона за преобразуване и приватизация на държавните и общинските предприятия и Закона за приватизационните фондове (ЗПФ).

##### Срок

Един до два месеца

### **Насока за действие 2.2.2.**

#### **Усъвършенстване на механизмите за разкриване на информация**

##### Общи положения

Според действащия в момента закон акциите от масовата приватизация са освободени от изискванията за проспекти и периодично разкриване на информация за търговете на масовата приватизация. Ако обаче се формира вторичен пазар за такива акции, ще се наложи приватизираните компании да се заемат с издаване на проспект. Това не е било намерението на законодателя и е крайно нежелателно.

##### Цели

Акциите от масовата приватизация трябва да се освободят от изискванията за издаване на проспект във връзка с вторичното публично търгуване. Така търговията ще се оживи. В същото време интересите на инвеститорите трябва да са гарантирани чрез задължаване на емитентите на такива акции периодично да разкриват информация. КЦКФБ трябва да разполага с пълномощия да уточнява формата на такива периодични оповестявания.

##### Дейности

Да се направят съответните изменения в ЗПФ.

Срок

Един до два месеца

### **Насока за действие 2.2.3.**

#### **Книги на акционерите на приватизационните фондове**

Общи положения

Понастоящем книгите на акционерите в приватизационните фондове се водят единствено от самите фондове. Това създава възможности за злоупотреби и неясноти във връзка с акционерното участие в тези типично "публични" организации.

Цели

Да се упълномощи ЦД да води книгите на акционерите на приватизационните фондове.

Дейности

Да се направят съответните изменения в ЗПФ.

Срок

Един до два месеца.

### **Насока за действие 3.**

#### **Подготовка на законодателната инфраструктурата за саморегулиращ се пазар**

Общи положения

Както се каза по-горе, КЦКФБ не разполага понастоящем с необходимите средства за контрол на капиталовите пазари в тяхната цялост. Няколко предложения, изложени тук и най-вече в направления за дейност 1.1.1., 1.1.2. и 1.1.3., изискват КЦКФБ да има възможност да държи отговорни ИП и саморегулиращите се организации ("СРО") за действията на техните служители и членове. Във връзка с това е нужно да се въведат фундаментални законови изисквания, за да се предоставят такива правомощия на КЦКФБ.

Цели

Да се облекчи регулативният товар, падащ върху КЦКФБ, като ефективно се премести механизмът за прилагане на отговорност надолу към нивата СРО и членуващи фирми. Да се разработят процедури по регистрация на СРО при КЦКФБ, както се уточни по-горе, които да дават правомощията на КЦКФБ и да я задължават според законите за ценните книжа да глобява, да прекратява временно членство, да изключва, или по други начини да предприема дисциплинарни действия спрямо членовете ИП и СРО,

както и спрямо лица, свързани с тези членове, които са нарушили законите, третиращи ценните книжа.

#### Дейности

Усъвършенстване на законодателството, политиката и становищата на КЦКФБ, като се наблегне на важността на ролята на контрола от страна на правителството върху процеса на саморегулиране и ясно очертаване на посоките на отговорностите между самата нея, СРО, фирмите членки и техните служители, както е описано по-долу.

#### Срок

Един до два месеца.

### **Насока за действие 3.1.**

#### **Разработване на закони и категории в подкрепа на саморегулиращите се организации**

##### **Насока за действие 3.1.1.**

#### **Разработване на закони, определящи вътрешно-фирмените правила и процедури**

##### Общи положения

Действащият сега закон не предвижда задължително усъвършенстване на вътрешно-фирмените правила и процедури, които да предотвратяват измами, злоупотреби с продажбите и търговията и други нарушения на законите за ценните книжа. Такова законодателство се използва за възпиране и откриване на вършени измами по времето, или приблизително тогава, когато са били осъществени, и да наложи незабавни корективни мерки. За фирмата те служат и като защита срещу претенции, основани на "неосъществяване на надзор върху изпълнението на задължения", както е видно от Насоки за действие 3.1.2. по-долу.

#### Цели

Да се осигури необходимото законодателство, което ще очертае ясно ролята на вътрешно-фирмената политика и задълженията на фирмите при неизпълнението на токова законодателство. Тези действия предвиждат разработването на клаузи, които касаят превратната употреба на съществена информация без публично предназначение, както и да се предвиди изискване ИП да предприемат, поддържат и налагат политика на писмени процедури за производство, замислени да предотвратяват злоупотреби със съществена информация без публично предназначение от страна на фирми, или което и да било лице, свързано с тях.

#### Дейности

В съответствие с Насоки за действие 1.6.5. да се създаде съответно законо-дателство, което не само да предвижда адекватни "китайски стени", но също изисква вътрешно-фирмено контроли-ране на други нарушения с ценни книжа и търговски злоупотреби.

Срок

Един до два месеца.

### **Насока за действие 3.1.2.**

#### **Неосъществяването на надзор върху изпълнението на задълженията**

Общи положения

Действащият понастоящем закон не упълномощава КЦКФБ да налага санкции на ИП, или СРО, ако не е осъществен надзор, с оглед пре-дотвратяване на нарушенията (на законите за ценните книжа), върху друго лице, което извършва такова нарушение, ако това друго лице подлежи на надзор от страна на Комисията. Неосъществяването на надзор по изпълнението на задължения в комбинация със законодателство за вътрешно-фирмено съблюдаване са от съществено значение за развитието на ефективна саморегулираща се среда.

Цели

Да се осигури необходимото законо-дателство, което ще упълномощи КЦКФБ да налага санкции на ИП, или СРО, ако не е осъществен надзор в приемливи граници, и да налага санкции за недостатъчен надзор върху лицата, свързани съответно с брокер-дилъри.

Дейности

Да се създадат съответни законови текстове в рамките на ЗЦКФБД

Срок

Един до два месеца.

### **Насока за действие 3.1.3.**

#### **Разработване на закони за подходящи инвестиции**

Общи положения

В действащия закон няма достатъчно изисквания към ИП за събиране на възможно най-много информация за техните клиенти, за да вникнат в инвестиционните им цели и нужди и да ги държат настрана от инвестиции, които не съответстват на целите им. Липсата на адекватно законодателство и регулиране и примагнителните високи комисионни могат да доведат до злоупотреби в търговската практика. Много често отделни инвеститори, които познават ограничено и разполагат с малко време да

вникнат в същността на финансовите пазари, са поставени в положение да инвестират неподходящо.

## Цели

Да се създадат закони, които да създават задължение за предоставянето на клиентите на подходящи инвестиции от инвестиционните професионалисти. Брокерите и другите участници на финансовия пазар би трябвало да са обвързани с правило за "познаване на клиента", което да им забранява да въвличат инвеститор в инвестиция, която не е "подходяща", в смисъл на дълбочина на инвестиционен опит, нетна стойност, годишен доход, инвестиционни цели, и други фактори, както се обсъжда по-долу, под определенията "Акредитирани", или "Опитни" инвеститори.

## Дейности

Да се изисква всички СРО и ИП, като условие за регистрация при КЦКФБ, да възприемат основните правила във връзка с подходящото "познаване на клиента", които да изискват от тях надлежно да познават съществените факти, свързани с всеки клиент, всяко нареждане, всяка парична или маржин сметка, приета, или водена от техните фирми.

## Срок

Един до два месеца.

## Насока за действие 3.2.

### Изясняване определенията за акредитирани, или опитни инвеститори.

#### Общи положения

Сега действащият закон не дефинира понятията "акредитирани" и "опитни" инвеститори. Акредитираните инвеститори общо се дефинират с оглед нетната им стойност, а опитните инвеститори се дефинират общо с оглед познаването на пазара. Предназначението на тези дефиниции е да осигури ИП с насоки във връзка с определени инвестиции, които може да попаднат извън това, което законодателите намират за "подходящо" за масово инвестиращите. Чрез дефиниране на акредитираните и опитни инвеститори, законодателите разрешават ускорено-то продаване на нерегистрирани ценни книжа, които може да се емитират без стандартизирано оповестяване. Тези правила може да играят важна роля в подпомагането на КЦКФБ при регулирането продажбите на ценни книжа, както беше дефинирано според Насоки за действие 1.4.2., 2.2.1. и 2.2.2.

## Цели

Да се разработи набор от регулативни правила, които явно определят акредитираните и опитните инвеститори така, че КЦКФБ да може да разреши определени инвестиции да достигат пазара без пространно регистриране и изисквания за оповестяване, все пак поддържайки параметрите на пазарите и защитавайки средния инвеститор.

## Дейности

Да се разработи подходящо определение за акредитиран инвеститор, също и определение за опитен инвеститор в рамките на ЗЦКФБИД.

## Срок

Един до два месеца.

## **Насока за действие 3.3.**

### **Разяснителна кампания сред населението**

#### Общи положения

Най-ефективното средство за регулиране на пазара и осигуряване защита за масовия инвеститор е наличието на добре информирана инвеститорска общност. Образованата публика, освен че защитава собствените си инвестиции, би могла и да бди за евентуални злоупотреби от страна на пазарните участници. Нещо повече, при работа с добре осведомени инвеститори пазарните участници получават необходимата бизнес и правова мотивация за разработване и съблюдаване на разумни правила за СРО.

#### Цели

Разпространение на информация, която предоставя необходимите знания за средния инвеститор по отношение на акциите, облигациите и другите инвестиции, фондовата борса и извън-борсовия пазар, брокерите, инвестиционните дружества и инвестиционните съветници, съответните комисии, както и информация към кого да се обърнат в случай на подозрения за нарушения.

## Дейности

Да се работи съвместно с ИП и СРО с цел разпространение на информационни и образователни материали с различно съдържание и чрез различни средства.

## Срок

Един до двадесет и четири месеца.

---

**Център за изследване на демокрацията**

**Икономическа програма**



## Списък на публикациите

### ПРИВАТИЗАЦИЯ И ЧУЖДИ ИНВЕСТИЦИИ

- Развитие на нормативната уредба на приватизацията. В. Георгиев.
- Развитие на частния сектор в България. Д. Бобева и специалисти от Центъра за изследване на демокрацията.
- Първоначални нагласи към масовата приватизация. Колектив специалисти от Центъра за изследване на демокрацията.
- Приватизацията в България - оценка на резултатите. Д. Бобева.
- Държавните облигации по външния дълг в България и използването им в приватизацията. Д. Бобева, С. Касидова, И. Аврамов.
- Масовата приватизация: инвестиционни алтернативи. Д. Бъчваров
- Масовата приватизация в реформиращите се страни. И. Ангелов, Б. Гюзелев и специалисти от Центъра за изследване на демокрацията
- Българският модел приватизационни фондове. М. Прохаска.

### Монитор на приватизацията

(двумесечен дайджест на българската преса)

### Дискусионен форум

- Икономически и правни условия за развитието на малките и средни предприятия в България. Колектив специалисти от Центъра за изследване на демокрацията.
- Икономическите реформи по света. Сборник статии. (прев. от англ.)
- Програма за замяна на дълг срещу собственост. М. Тодорова и специалисти от Центъра за изследване на демокрацията.
- Рисковите групи и предизвикателствата за социалната политика. Колектив специалисти от Центъра за изследване на демокрацията
- Лошите кредити: институционални и финансови аспекти. Хр. Вучева.