

**ОСНОВАНИЯ И УСЛОВИЯ
ЗА ДОПУСТИМО ПРИДОБИВАНЕ
НА СОБСТВЕНИ АКЦИИ
ОТ АКЦИОНЕРНО ДРУЖЕСТВО
ПО ТЪРГОВСКИЯ ЗАКОН**

Григор Н. Григоров

доктор по право, доцент по Търговско право
в Юридическия факултет на Пловдивския университет
„Паисий Хилендарски“

Като вид търговско дружество (ТД), АД е правна форма, под която по правило две или повече лица се обединяват за извършване на търговски сделки с общи средства (чл. 63, ал. 1 и чл. 64, ал. 1 ТЗ). Тези лица записват или придобиват вече записани акции от капитала на АД и стават негови акционери. Целта им е да извършват търговска дейност от името и за сметка на АД и да разпределят печалбите от дейността, без лично да отговарят по сключените сделки. От тази гледна точка е нелогично АД да записва или да придобива акции от своя капитал (собствени акции) и така да стане акционер в себе си.

Теоретично АД може да придобие (в широк смисъл) собствени акции по два пътя:

= първично — ако едно лице запише акциите за сметка на АД при учредяването му¹, или ако АД запише акции, които емитира при увеличаване на своя капитал (увК) и

= вторично — когато АД придобие (в тесен смисъл) акциите на свой акционер. И в двата случая АД придобива акциите. Но при записването то ги придобива оригинално и става първи техен собственик. При придобиването по смисъла на чл. 187а и сл. ТЗ АД придобива вече записани от друго лице акции. Затова придобиването им е деривативно.

Членове 161, ал. 4 и 192, ал. 6 ТЗ забраняват записването на собствени акции от АД при неговото учредяване и при реално увК.

Търговският закон забранява на АД да придобива собствени акции. Това ясно личи от текста на чл. 187а, ал. 1 — „дружеството може да придобива собствени акции само“ в случаите, изброени в т.т. 1 — 8; придобиването на собствени акции извън тези случаи е забранено. Като изключение от забраната, чл. 187а и сл. ТЗ уреждат хипотези, при които придобиването на акциите е допустимо. Смисълът, който се влага в термина „собствени“ акции (вж. заглавието над чл. 187а ТЗ) е, че АД придобива акции, които са част от неговия капитал. Но до придобиването им акциите са собственост на акционера, от който АД ги придобива.

Статията разглежда основанията и условията за допустимо придобиване (в тесен смисъл) на собствени акции от АД по чл. 187а — 187в ТЗ.

I. ПРОБЛЕМЪТ СЪС ЗАБРАНАТА ЗА ПРИДОБИВАНЕ² НА СОБСТВЕНИ АКЦИИ

Член 187а и сл. ТЗ предвиждат изчерпателно изброени изключения от принципната забрана за придобиване на собствени акции от АД. За осмисляне на правната уредба е необходимо да се изясни причината, с оглед на която тази забрана е създадена. А тя е — да се допусне придобиване на собствени акции само когато то не създава заплаха за кредиторите³ и/или акционерите на АД.

Придобиването на собствени акции може да създаде заплаха за интересите както на кредиторите на АД, така и на неговите акционери. Поради това тяхното придобиване е забранено или е предмет на специална правна уредба в повечето законодателства⁴. ТЗ — видяхме — създава принципна забрана за придобиване на собствени акции от АД.

Но често придобиването на акциите може да бъде от полза за кредиторите и акционерите, както и за АД. Затова като изключение от забраната чл. 187а ТЗ допуска придобиване на собствени акции на точно определени основания и при спазването на условия, чрез които се дава защита на кредиторите и на акционерите при придобиване на акциите. Придобиването на акциите на тези основания и

условия ще бъде допустимо. Във всички останали случаи то ще бъде недопустимо.

1) Интересите на кредиторите ще бъдат засегнати, ако придобиването на собствени акции накърнява набирането и/или запазването на капитала на АД, който служи за тяхна гаранция⁵. Макар в литературата да се говори за набиране и запазване на „капитала“, правилата за защита на кредиторите целят да обезпечат набиране, съответно запазване, на чисто имущество на АД — равно поне на капитала му, което да служи за тяхна минимална гаранция.

Придобиването на собствени акции неминуемо рефлектира върху имуществото на АД, най-малко защото води до промяна в неговия състав. Но то ще засегне кредиторите, когато води до намаляване на имуществото. Това може да стане в поне една от две хипотези. Първата е, когато АД придобива собствени акции, които не са напълно изплатени от акционерите, от които то ги придобива. Без значение е дали АД ги придобива възмездно или безвъзмездно. Втората — когато АД придобива акциите на възмездно правно основание⁶:

а) Придобиването на ненапълно изплатени собствени акции ще попречи на *реалното набиране* на капитала (т. е. на минималното гаранционно имущество на АД, определено от капитала) чрез дяловите вноски на акционерите. С придобиването им АД ще стане длъжник на себе си за остатъка от дължимите вноски, а — доколкото в случая правоотношението не се погасява поради сливане на длъжника и кредитора в едно лице — никоой не дължи сам на себе си. Поради това този остатък няма да постъпи в имуществото на АД и до неговия размер АД няма да набере своя капитал (минималното гаранционно имущество)⁷.

С оглед на тази заплаха чл. 187а, ал. 2 ТЗ допуска по правило придобиване от АД само на напълно изплатени собствени акции. Без значение е дали акциите се придобиват възмездно или безвъзмездно⁸.

б) Придобиването на напълно изплатени акции може да създаде заплаха за кредиторите в зависимост от правното основание, въз основа на което те са придобити. Заплахата тук е свързана със *запазването* на капитала на АД.

Няма заплаха за кредиторите при *безвъзмездно* придобиване на акциите (чрез дарение, завещание, завет). Тук АД придобива акциите без да прави насрещна престация на праводателя. Затова след придобиването им имуществото му ще се увеличи, или поне няма да се намали.

При *възмездно* придобиване АД придобива акциите срещу насрещна престация (най-често плащане на цена). С престацията си АД се разпорежда с част от своето имущество.

* Тук заплаха за кредиторите може да възникне най-напред при неравностойност на двете престации във вреда на АД. В този случай след придобиването на собствените акции чистото имущество⁹ на АД ще се намали. Но с оглед защитата на кредиторите е недопустимо то да се намали под капитала на АД. Защото чрез капитала ТЗ гарантира на кредиторите възможност да се удовлетворят от минимално чисто имущество на АД, равно поне на капитала¹⁰.

Чистото имущество на АД ще падне под капитала, ако АД придобива акциите със средства извън неразпределената печалба или създадените резерви. Придобиването на акциите в случая би имало практически ефект на връщане на дялови вноски на акционерите, което е забранено (по аналогия на чл. 133, ал. 1, изр. 1 ТЗ), и на намаляване на капитала (нК) на АД, без обаче да се спазват правилата за нК¹¹. Поради това придобиването им е несъвместимо с принципа за запазване на капитала при капиталовите ТД¹².

С оглед на тези заплахи при *възмездно* придобиване на собствени акции, по правило ТЗ изисква акциите да се придобият със средства от чистото имущество на АД, което надхвърля по стойност капитала, и престирането на които няма да доведе до намаляване на това имущество под числото на капитала (вж. чл.чл. 187б, ал. 3 и 187в, ал. 3 във вр. с чл. 247а, ал. 2 — 4 ТЗ);

* Но заплаха за кредиторите ще възникне дори ако престациите на страните по възмездната сделка са равностойни. Формално имуществото на АД не се намалява — счетоводно придобиването на акциите ще се отрази, като от актива на АД се отпише стойността на неговата престация и вместо нея със същата стойност се запишат придобитите собствени акции. Реално обаче имуществото ще се намали. Защото срещу записания капитал — равен на

сбора от всички акции в капитала, в актива на АД ще стоят не реални стойности, а същите акции, тоест — само хартийки без стойност¹⁴. Записани в актива, те ще създадат неистинска представа за имущественото състояние на АД. Схванати като имуществени права, акциите имат реална стойност¹⁵, защото зад тях стои реално чисто имущество на АД — колкото повече акции на АД стоят в неговия актив, толкова по-малко реално имущество ще стои зад тях, толкова по-малка ще бъде следователно и тяхната реална стойност. От тази гледна точка придобитите собствени акции не са реални имуществени права, от които кредиторите могат да се удовлетворят. В резултат на тяхното придобиване реалното имущество на АД ще се намали — ще се намали и реалната стойност на всяка от акциите, емитирани от АД.

Придобиването на собствени акции създава заплаха за допълнително, вторично намаляване на реалното чисто имущество на АД под числото на капитала, в резултат на разпределяне на несъществуваща печалба на акционерите под формата на дивиденди. Макар да са само счетоводни (не реални) стойности, като част от актива на АД собствените акции ще се вземат предвид при определяне на печалбата, която подлежи на разпределение по чл. 247а, ал. 1 и 3 ТЗ¹⁶. Така става възможно със счетоводния баланс да се отчете формално по-голямо чисто имущество от реалното имущество на АД, включително фиктивна — несъществуваща, печалба. Но разпределянето на тази печалба на акционерите ще стане с реално имущество, а това може да доведе до намаляване на реалното чисто имущество на АД под капитала. Това намаляване кредиторите ще усетят при евентуална несъстоятелност на АД — собствените акции на АД в актива няма да могат да се осребрят, защото няма да имат никаква стойност.

С оглед на тази заплаха, собствените акции на АД не се вземат предвид при определяне на чистата стойност на имуществото на АД по чл. 247, ал. 2 ТЗ (чл. 187а, ал. 6 ТЗ).

* Заплаха за кредиторите има и поради факта, че при възмездно придобиване на собствени акции в големи размери ще се получи ефект, подобен на ликвидация на имуществото на АД. Формално имуществото не се намалява. На практика АД би могло да ликвидира цялото свое имущество, като го престира в замяна на

собствени акции. В резултат на това вместо реални имуществени блага в актива на АД ще стоят придобитите собствени акции. Но тъй като зад тях не стои реално имущество на АД, стойността им ще бъде равна на нула. На практика ще има ликвидация на имуществото. Формално няма да има ликвидация, а замяна на имуществото на АД със собствени акции. Затова кредиторите не биха могли да ползват защитата по чл. 271 и чл. 272 ТЗ при ликвидация на АД.

Като защита срещу тази заплаха ТЗ: първо — допуска АД да придобива собствени акции, чиято номинална стойност е до 10 на сто от капитала; второ — ограничава максимално допустимия размер на собствените акции, които АД може да притежава, до 10% от капитала и задължава АД да прехвърли в 3-годишен срок от придобиването им акциите, които надхвърлят този размер (чл. 187а, ал. 4).

Срещу заплахите за кредиторите (а и за потенциалните инвеститори в акции на АД) чл. 187д ТЗ създава и правила за разкриване на информация от АД във връзка с придобитите, прехвърлените и притежаваните през всяка стопанска година собствени акции;

2) Придобиването на собствени акции може да засегне интересите и на *акционерите* в следните по-важни случаи:

* ако АД купува акциите на по-висока цена от тяхната реална стойност. Възможност да продадат акциите си на такава цена имат мажоритарните акционери, които управляват или упражняват контрол върху управлението на АД. В резултат от продажбата на акциите, реално имуществото на АД ще се намали. С това ще се намали реалната стойност на всички акции. Ще се намали и възможността за разпределяне на дивиденди;

* придобиването на собствени акции може да се използва за увеличаване на влиянието на част от акционерите в управлението на АД. За разлика от увК (вж. чл. 194, ал. 1 ТЗ), ТЗ не гарантира на акционерите право да придобият съразмерна на своето участие част от собствените акции на АД при тяхната последваща продажба¹⁷. Така става възможно АД да продаде акциите си на избрани акционери.

Срещу тези заплахи чл. 187б и 187в ТЗ предвиждат специални правила за обратно изкупуване на собствени акции.

* С придобиването на собствени акции възниква опасност за намеса на управителните органи при вземане на решенията в ОС — те ще упражняват правото на глас на АД в ОС. А ако АД стане мажоритарен акционер, управителният орган ще изझे функции на ОС и ще контролира сам себе си, т. е. ще стане безконтролен¹⁸.

Срещу тази опасност чл. 187а, ал. 3 ТЗ предвижда, че АД преустановява упражняване на правата по собствените акции до тяхното прехвърляне, в частност — правото на глас в общото събрание (ОС).

3) С оглед на посочените опасности за кредиторите и за акционерите, чл. 187а, ал. 1 ТЗ предвижда изчерпателно изброени основания (случаи) на допустимо придобиване на собствени акции от АД. Поради изчерпателното изброяване, чл. 187а ТЗ не може да се тълкува разширително — недопустимо е придобиване на собствени акции извън изброените в него основания. Така например недопустимо е АД да придобие собствени акции, включени в състава на купеното от него предприятие на друг търговец (чл. 15 ТЗ). Предвид защитните му функции, чл. 187а ТЗ е императивен — той не може да се отмени от страните по сделката за придобиване на собствени акции.

II. ОСНОВАНИЯ ЗА ПРИДОБИВАНЕ НА СОБСТВЕНИ АКЦИИ

Член 187а, ал. 1 урежда 8 основания (т. 1 — 8) за допустимо придобиване на собствени акции от АД.

1) Първото е при НК на АД по чл. 200, т. 2 ТЗ, т. е. при НК чрез обезсилване на акции (т. 1). В този случай АД ще придобие акциите от свои акционери въз основа на сключен с тях договор, с цел да НК чрез обезсилване на придобитите акции (вж. чл. 201, ал. 1 ТЗ). Акционерното дружество може да придобие акциите възмездно (чрез изкупуване) или на безвъзмездно основание. За разлика от обратното изкупуване на акции по чл. 187б и 187в ТЗ и от безвъзмездното придобиване на собствени акции по чл. 187а, ал. 1, т. 3 ТЗ, АД може да придобие собствените акции напълно свободно: без ограничение в техния размер (срв. чл. 187а, ал. 4 ТЗ); независимо от това дали акциите са изплатени изцяло или не (срв. чл. 187а, ал. 2 ТЗ);

без значение с какво имущество те се придобиват при възмездно придобиване (срв. чл. чл. 187б, ал. 3 и 187в, ал. 3 ТЗ). В случая законодателят смята, че интересите на кредиторите не са заплашени, защото при придобиването на собствени акции те ще ползват защитата при нК на АД¹⁹. Предвид пълната свобода за придобиване на акциите се налага изводът, че не е достатъчно те да се придобият с цел за нК — придобиването им може да стане само на основата на взето от ОС решение за нК²⁰. Ако няма взето решение, АД може да ги придобие на друго основание — напр. безвъзмездно (по т. 3) или чрез тяхното обратно изкупуване (по т. 8), и при спазване на ограниченията за придобиването им на това основание.

2) Акционерното дружество може да придобие собствени акции при универсално правоприемство (УП), освен при вливане или сливане (т. 2). Забраната, предвидена за придобиване на собствени акции при сливане, е безсмислена — в резултат от сливането на две ТД се учредява ново ТД, което е правоприемник на цялото имущество (като съвкупност от права, задължения и фактически отношения) на слелите се ТД. Поради това е немислимо новообразуваното ТД да придобие собствени акции, включени в имуществото на някое от слелите се ТД. Немислимо е подобно придобиване и в хипотезата на УП в резултат на отделяне или разделяне на ТД с участие на АД: (1) при разделяне едно ТД се прекратява без ликвидация и имуществото му преминава в имуществата на поне две новоучредени ТД; (2) при отделяне ТД продължава да съществува, но отделя част от имуществото си и го внася в имуществото на поне едно новообразувано ТД. И в двата случая е невъзможно в резултат на УП новообразуваните ТД да придобият собствени акции — такива акции в имуществото на разделящото се, съответно — на отделящото се ТД, няма.

При вливане ще се стигне до придобиване на собствени акции, когато вливащото се ТД е акционер в поглъщащото АД. В резултат на УП на имуществото на влялото се ТД, поглъщащото АД ще придобие включените в имуществото му собствени акции. Придобиването на акциите ще бъде неизбежна последица на вливането. Затова е неуместна забраната, наложена от ТЗ за придобиване на

собствени акции в резултат на вливане — желателно е тя да се вдигне²¹.

Като изключим вливането на ТД, мислима е една хипотеза на придобиване на собствени акции чрез УП — съставяне на общо завещателно разпореждане по чл. 16, ал. 1 от Закона за наследството (ЗН) от акционер, с което той се разпорежда за след смъртта си чрез завещание с цялото или с дробна част от своето имущество (то включва и акциите в АД) в полза на АД²².

Няма универсално, а частно правоприемство при прехвърляне на предприятие по чл. 15 — 16а ТЗ²³. При него чрез правна сделка се прехвърля конкретна и индивидуализирана имуществена съвкупност, а не цялото или дробна (и в двата случая — неиндивидуализирана в прехвърлителното основание) част от едно имущество. Поради това е недопустимо АД — приобретател на предприятие, да придобие собствени акции, които са включени в състава на предприятието²⁴.

За придобиването на собствени акции чрез УП са предвидени две условия. Първото е акциите да бъдат изплатени изцяло (чл. 187а, ал. 2 ТЗ). Това условие противоречи на същността на УП като способ за придобиване на имуществото в съвкупност от права и задължения²⁵. Но това не означава, че АД няма да придобие ненапълно изплатените акции (вж. чл. 187г ТЗ). Акционерното дружество ще ги придобие, но с последиците, предвидени в чл. 187г ТЗ при недопустимо придобиване на собствени акции. Казаното важи и за второто условие — номиналната стойност на акциите, придобити чрез УП, да не надхвърля 10 на сто от капитала на АД (чл. 187а, ал. 4 ТЗ)²⁶. Ако акциите надхвърлят посочения размер, АД ще ги придобие, но придобиването на частта, надхвърляща 10 на сто от капитала, ще бъде недопустимо.

3) АД може да придобива собствени акции безвъзмездно (т. 3). Безвъзмездно основание за придобиването им е договорът за дарение, сключен между АД и акционера, или частно завещателно разпореждане (завѣт) на акционер в полза на АД (чл. 16, ал. 2 ЗН)²⁷.

Предвид безвъзмездния характер на придобиването, акциите могат да се придобиват свободно, стига тяхната номинална стой-

ност да не надхвърля 10 на сто от капитала на АД (чл. 187а, ал. 4 ТЗ). По-специално — не е нужно акциите да бъдат изцяло изплатени (аргум. от чл. 187а, ал. 2 ТЗ). Обяснението за липсата на ограничения тук е, че придобиването на акциите не заплашва кредиторите, защото води до увеличаване на имуществото на АД²⁸.

Но придобиването на ненапълно изплатени акции от АД крие заплаха за кредиторите. Придобиването им наистина не води до намаляване на имуществото на АД, но е пречка за реалното набиране на капитала. В резултат на придобиването им²⁹ АД ще стане солидарен с прехвърлителя длъжник (вж. чл. 186 ТЗ) на самото себе си за плащане на остатъка от дължимите дялови вноски за придобитите ненапълно изплатени акции. Тъй като никой не дължи на самия себе си, до размера на тези вноски минималното имущество на АД, определено от капитала, няма да постъпи в неговия патримониум. Затова е желателно ТЗ да предвиди, че акциите трябва да бъдат изплатени изцяло като условие и за тяхното безвъзмездно придобиване³⁰.

4) АД може да придобие собствени акции когато извършва по занятие сделки с ценни книжа и придобива акциите в изпълнение на поръчка на трети лица (т. 4). Това основание визира хипотезата, когато АД извършва дейност като инвестиционен посредник по ЗППЦК — то придобива собствени акции по поръчка на друго лице от свое име за сметка на това лице. В случая АД придобива акциите временно и в изпълнение на поръчката, след което ги прехвърля на доверителя. Затова се счита, че придобиването им не заплашва интересите на кредиторите. Все затова ТЗ предвижда само едно условие за тяхното придобиване — номиналната стойност на придобитите акции да не надхвърля 10 на сто от капитала на АД (чл. 187а, ал. 4 ТЗ). Но с оглед на пълното хармонизиране на ТЗ с чл. 20, ал. 1, б. „в“ на Втора директива, и тук ТЗ следва да допусне придобиване само на собствени акции, които са изплатени изцяло от акционерите.

5) АД може да придобие собствени акции при изключване на акционер по чл. 189, ал. 2 и 3 ТЗ, който не е направил дължимите дялови вноски срещу записаните акции (т. 5). Ако след като му е

отправено 1-месечно писмено предизвестие, обнародвано в ДВ (доколкото за прехвърляне на акциите не се изисква съгласие на АД), акционерът не направи дължимите вноски, той се смята за изключен (чл. 189, ал. 2 ТЗ). Изключеният, който вече не е акционер, губи автоматично своите акции. При поискване той трябва да предаде на АД акциите, на които от момента на изключването му е само държател. Ако ги предаде, АД няма да обезсилва акциите му, а ще ги унищожи и на тяхно място ще издаде нови, които ще предложи за продажба (чл. 189, ал. 3, изр. 3 ТЗ). Но ако изключеният откаже да предаде акциите, АД няма да може да ги унищожи, а ще ги обезсили. Обезсилването на акциите следва да се извърши по реда на Глава петдесета от ГПК.

Обезсилването има за цел да се извадят от търговската циркулация акциите, които изключеният акционер държи и които той може да джирова на трети лица, а с това — да обезсмили последните от неговото изключване. Но редът за обезсилване на акциите по ГПК не създава гаранции за третите лица срещу опасността те да придобият обезсилени акции, които няма да ги направят акционери. Желателно е в тази връзка да се създаде изискване за публикуване на обявление за обезсилените акции, подобно на това по чл. 458, ал. 2 ГПК, за да се уведомят добросъвестните трети лица. Тъй като акциите на изключения акционер са поименни (вж. заб. № 29), третите лица няма да могат да ги придобият на добросъвестно правно основание по чл. 78, ал. 1 ЗС.

Обезсилването на акциите не води до нК на АД, макар чл. 200, т. 2 ТЗ да сочи обезсилването като един от начините за нК. Този извод се налага поради специфичната в случая цел на обезсилването — да се отнеме от изключения акционер възможността да джирова акции, които държи, но не притежава. Той се налага и поради факта, че АД заменя обезсилените акции с нови, които придобива и затова ги предлага за продажба (чл. 189, ал. 3, изр. 3 ТЗ).

Придобиването на собствени акции по т. 5 противоречи на правилата за набиране на капитала. АД ще придобие акциите, макар те да не са изцяло изплатени от акционера. Но придобиването им е допустимо, защото носи повече ползи, отколкото вреди на кредиторите на АД. Собствените акции се придобиват временно с

цел да бъдат унищожени или обезсилени, а издадените на тяхно място нови акции — за да се предложат за продажба на други лица.

В тази връзка е неуместно ограничението номиналната стойност на придобитите от АД собствени акции да не надхвърля 10 на сто от капитала (вж. чл. 187а, ал. 4 ТЗ)³¹. Още повече, че чл. 189, ал. 3 във вр. с чл. 187а, ал. 1, т. 5 ТЗ предвижда, че се обезсилват и унищожават всички акции на изключения акционер, независимо каква е тяхната номинална стойност, отнесена към капитала на АД. Това налага нуждата от синхронизиране на чл. 189, ал. 3 и чл. 187а, ал. 4 във вр. с ал. 1, т. 5 ТЗ.

б) Акционерното дружество може да придобие собствени акции чрез принудително изпълнение върху акциите на свой акционер, за да удовлетвори свое вземане към него (т. 6). Акциите са част от имуществото на акционера-длъжник, а цялото имущество на длъжника служи за общо обезпечение на неговите кредитори (чл. 133 ЗЗД). В изпълнителния процес вискателят може да насочи принудителното изпълнение върху който и да е имот на длъжника, включително върху акциите му в АД (чл. 337 ГПК). В този случай съдия-изпълнителят ще изнесе акциите на публична продажба и АД може да придобие собствеността върху тях, ако при наддаването предложи най-високата цена (вж. чл. 370, ал. 3, изр. 2 ГПК).

Хипотезата тук е идентична на тази по т. 5, но се отличава от нея по три неща:

(1) АД трябва да е кредитор на акционера — то не може да придобие собствени акции чрез участие в принудително изпълнение върху тях за задължения на акционера към друг кредитор;

(2) АД може да придобие акциите чрез публична продажба върху тях, за да удовлетвори всяко свое вземане към акционера, с изключение на едно — на вземането си за дялова вноска. Този извод следва от тълкуването на чл. 187а, ал. 1, т. 6 във връзка с т. 5 ТЗ. Ако задължението е за дялова вноска, след изключване на акционера АД ще придобие автоматично неговите акции, които се обезсилват и унищожават, и на мястото на които АД издава нови акции;

(3) Условие за придобиването на акциите по т. 6 е те да бъдат изплатени изцяло (чл. 187а, ал. 2 ТЗ). По т. 5 АД ще придобие акции, които не са изплатени изцяло.

7) Акционерното дружество може да придобие собствени акции, които са издадени специално с привилегията да бъдат придобити обратно от АД (т. 7). Макар т. 7 да говори за „придобиване“ изобщо на акциите, без да посочва основанията за обратното им придобиване, тя на практика визира хипотезата на тяхното изкупуване от АД. Тази хипотеза е уредена в чл. 187в ТЗ, който предвижда особени предпоставки за изкупуването на акции, издадени с привилегия на акционера да иска тяхното обратно изкупуване³².

8) Акционерното дружество може да придобие собствени акции чрез обратното им изкупуване (т. 8). На практика изкупуването е основание за придобиване на собствени акции и по чл. 187а, ал. 1, т. 1, 4, 6 и 7. Това поставя въпроса за съотношението между изкупуването на акциите на тези основания и изкупуването по т. 8, предвид различните за тях условия за изкупуване на акциите.

Правилата за изкупуване по т. 8 са общи. Тяхното приложение ще се изключи при изкупуване на собствени акции от АД на друго основание, което ще бъде специално по отношение на това по т. 8.

Изкупуването на акциите по т. 8 е най-близко до това по т. 7. Разликата между тях е, че по т. 8 нито АД има привилегия да купи, нито акционерът — да продаде акциите. Никоя от страните не може да принуди другата да купи чуждите или да продаде своите акции — за продажбата им страните трябва да постигнат съгласие. Обратно — условията за изкупуването по т. 7 са предварително установени в устава на АД, включително към момента на записване на акциите. Затова акционерите-притежатели на акции, издадени с привилегия за обратно изкупуване, могат да наложат на АД изкупуването на акциите при установените в устава условия.

III. УСЛОВИЯ ЗА ПРИДОБИВАНЕ НА СОБСТВЕНИ АКЦИИ

Член 187а, ал. 2 и 4 ТЗ предвиждат условия, при наличието на които придобиване на собствени акции на някое от основанията по ал. 1 ще бъде допустимо. Член 187б и 187в ТЗ предвиждат допълнителни условия за обратното изкупуване на собствени акции, както и на акции с привилегия за обратно изкупуване.

Но тези условия не са условие (бъдещо несигурно събитие) по смисъла на чл. 25 ЗЗД за да проявяви действие Договорът за придобиване на собствени акции, или да се прекрати неговото действие.

Акциите, придобити в нарушение на предвидените условия — макар и на допустимо основание, ще бъдат придобити недопустимо. В този случай ще настъпят последиците, предвидени в чл. 187г ТЗ.

1) Условия за придобиване на собствени акции по чл. 187а, ал. 2 и ал. 4

а) Първото условие е акциите — предмет на придобиването, да са *изплатени изцяло* (чл. 187а, ал. 2 ТЗ). Но не от АД-купувач, а от акционера, от който АД ги придобива. Акционерното дружество може да придобива само акции, чиято номинална или емисионна (ако са записани по емисионна) стойност е изплатена изцяло от акционера, от който АД ги придобива. Че това е така, личи ясно в случая, когато АД придобива акциите чрез универсално правопримемство по чл. 187а, ал. 1, т. 2 ТЗ. В този случай е немислимо да се извърши плащане на цената на придобитите акции от АД-правоприемник на акционера-праводател.

Това условие важи за придобиването на собствени акции по чл. 187а, ал. 1, т. 2, 6, 7 и 8 ТЗ. То не важи при придобиване от АД на собствени акции по занятие в изпълнение на поръчка на трето лице (т. 4). То не важи и при изключване на акционер по т. 5 АД ще придобие ненапълно изплатените акции на акционера — той е изключен, защото не е изплатил дяловата си вноска в капитала (чл. 189, ал. 2 ТЗ). Правно неоправдано е обаче да се допусне безвъзмездно придобиване на неизплатени собствени акции по т. 3. Смисълът на изискването акциите да са изцяло изплатени е да се защитят кредиторите на АД. Ако АД придобие неизплатени собствени акции, то ще стане длъжник на самото себе си за дължимия остатък от дяловата вноска в капитала. Тъй като никой не дължи сам на себе си, тази вноска няма да постъпи в имуществото на АД и с нейния размер няма да се набере капиталът (т. е. — минималното гаранционно имущество) на АД. А това ще намали гаранциите на кредиторите. Подобна заплаха за кредиторите има и при придоби-

ване на неизплатени изцяло собствени акции с цел нК по чл. 187а, ал. 1, т. 1 ТЗ. Защото до нК чрез обезсилване на придобитите ненапълно изплатени собствени акции капиталът на АД няма да бъде реално набран;

б) Второто условие е общата номинална стойностна придобитите по чл. 187а, ал. 1 ТЗ собствени акции³³, с изключение на тези по т. 1 и 7, да не надхвърля 10 на сто от капитала (чл. 187а, ал. 4 ТЗ)³⁴. Без значение за 10%-ната граница е дали в резултат на придобиването стойността на притежаваните от АД (стари плюс новопридобити) акции ще надхвърли 10 на сто от капитала на АД. Без значение е и дали акциите са придобити само на едно или на няколко различни основания по чл. 187а, ал. 1, т.т. 2 — 6 и 8 ТЗ, и дали са от един и същ или от различни класове. Придобиването на акции, чиято номинална стойност надхвърля 10 на сто от капитала, е недопустимо.

Придобиването на собствени акции ще бъде допустимо, ако в резултат на придобиването им в рамките на допустимите 10 на сто от капитала придобитите плюс притежаваните към момента на придобиването собствени акции надхвърлят 10 на сто от капитала. Но от момента на придобиването им започва да тече 3-годишен срок, в рамките на който АД е длъжно да прехвърли собствените акции, които надхвърлят този размер.

За разлика от стария режим на ТЗ, с изменението в ДВ, бр. 84 от 2000 г., чл. 187а, ал. 4 ТЗ дава възможност на АД да притежава без ограничение във времето собствени акции, номиналната стойност на които не надхвърля 10 на сто от капитала.

в) Като изключим придобиването на собствени акции на основание на чл. 187а, ал. 1, т. 7 и 8, Търговският закон не поставя като условие възмездното придобиване на акциите на останалите основания по т.т. 1, 4 и 6 да стане със средства на акционерното дружество, които надхвърлят чистата стойност на неговото имущество (вж. чл. 187б, ал. 3 и чл. 187в, ал. 3 ТЗ). Тоест, ТЗ допуска изкупуването да стане с пари от имуществото на АД, плащането на които може да доведе до намаляване на чистото му имущество под числото на капитала. Изкупуване с подобна последица ще заплаши удовлетворението на кредиторите, защото ще намали тяхната минимална гаранция, определена от капитала на АД.

Затова е желателно и придобиването на акциите по т.т. 1, 4 и 6 да става със средства, които надхвърлят чистото имущество на АД върху капитала.

2) Условия за обратно изкупуване на собствени акции
(чл. 187б ТЗ)

Обратното изкупуване на собствени акции крие специфични заплахи за акционерите и за кредиторите на АД. То може да облагодетелства управляващите акционери и да засегне акционерите в малцинство. От значение за интересите, на кредиторите е плащането на цената при изкупуването да не доведе до намаляване на чистото имущество на АД под размера на капитала. Затова ТЗ предвижда особени изисквания за обратно изкупуване на акциите, които *допълват* тези по чл. 187а, ал. 2 и 4 ТЗ.

* Акционерното дружество може да изкупува собствените акции само въз основа на решение на ОС — управителният орган няма обща представителна власт да изкупува акциите. В решението трябва да се посочи максималният брой акции, подлежащи на изкупуване, условията и редът за извършване на изкупуването и срокът, който не може да бъде по-дълъг от 18 месеца, и минималният и максималният размер на цената на изкупуване (ал. 1). Срокът за изкупуване тече от датата на вземане на решението от ОС (аргум. от чл. 231, ал. 2 ТЗ).

* Решението се взема с обикновено мнозинство от представения капитал, освен ако в устава не е предвидено друго мнозинство. Но ако обратното изкупуване не е изрично предвидено в устава, решението се взема с мнозинство 2/3 от представените акции³⁵. Ако — при няколко класа емитирани акции — обратното изкупуване засяга правата на акционерите от отделен клас, решението на ОС трябва да се гласува отделно по класове (аргум. от чл. 228, ал. 2 ТЗ). Решението се вписва в търговския регистър и се оповестява на акционерите чрез обнародване на съобщение за него в ДВ (чл. 187б, ал. 2 и чл. 230, ал. 1 ТЗ).

* Търговският закон не създава правила за извършване на обратното изкупуване — условията и редът за изкупуването ще се определят в решението на ОС. Но, с оглед на принципа за равно третиране на акционерите (вж. чл. 181, ал. 3 ТЗ), АД трябва да

предостави на всички акционери еднаква възможност за участие при обратното изкупуване.

* Изкупуването на собствените акции се извършва при съответното прилагане на чл. 247а, ал. 1 и 2 ТЗ, тоест, прилагат се правилата за плащане на дивиденди и лихви на акционерите (ал. 3). Плащането на собствените акции трябва да стане със средства от чистото имущество на АД, което надхвърля сбора от капитала и резервните фондове на АД. Плащането не може да има за последица намаляване на чистото имущество под капитала и резервните фондове. При определяне на чистото имущество не се вземат предвид придобитите от АД до изкупуването собствени акции (чл. 187а, ал. 6 ТЗ).

Разпоредбата на чл. 187б, ал. 3 ТЗ е императивна — тя гарантира на кредиторите, че чистото имущество на АД няма да се намали под капитала в резултат на обратното изкупуване на акциите. Но нарушаването ѝ не прави сделката по обратно изкупуване нищожна (срв. чл. 26, ал. 1 ЗЗД). За да гарантира сигурността в търговския оборот, законодателят обявява сделката за действителна, но обратно изкупените акции ще бъдат недопустимо придобити. Последицата от недопустимото им придобиване е, че АД е задължено да ги отчужди в едногодишен срок от тяхното придобиване (чл. 187г ТЗ).

3) Условия за изкупуване на акции с привилегии за обратно изкупуване

Член 187в ТЗ предвижда *допълнителни* условия и за обратно изкупуване на издадените от АД привилегирани акции с тази цел.

* Тези акции могат да се издават и изкупуват само ако това е предвидено в устава, и при условия и ред, предвидени в него (ал. 1). За обратното изкупуване *не е необходимо решение на ОС*.

* Акционерното дружество представя в търговския регистър предложение за обратно изкупуване, съобщение за което се обнародва в Държавен вестник (ал. 2). Предложението трябва да осигурява еднаква възможност и условия за продажба на акциите на всички притежатели на акции с привилегия за обратно изкупуване (аргум. от чл. 181, ал. 3 ТЗ).

* Изкупуването може да се извърши само със суми, предназначени за разпределяне съгласно чл. 247а, ал. 1, 2 и 3 ТЗ (ал. 3). В случая важи казаното за обратното изкупуване на акции по чл. 187б ТЗ;

* Търговският закон задължава АД да образува резерв в размер на номиналната стойност на всички изкупени акции. Този резерв може да се разпределя на акционерите само при НК с изкупените акции, както и да се използва за увК (ал. 4)¹⁶. Целта е чрез него да се създаде допълнителна гаранция за кредиторите срещу намаляване на реалното имущество на АД и отчитане и разпределяне на фиктивни печалби. Тази гаранция допълва гаранцията по чл. 187а, ал. 6 ТЗ. Но тя не е необходима, защото ще блокира допълнително имущество на АД върху капитала и останалите резерви, в размер на номиналната стойност на обратно изкупените от АД акции. С този размер ще се намали възможността за разпределяне на дивиденди на акционерите.

¹ Хипотезата на записване на собствени акции от името на АД при неговото учредяване не е така абсурдна и невъзможна, както смята проф. П. Голева (Вж. ГОЛЕВА, П. Търговско право. Кн. 1. [София], 2001, с. 293 — заб. 112, и с. 294). Доказателство за това е чл. 69 ТЗ, който позволява на учредителите да извършват правни действия от името на АД до деня на вписването (възникването) му така, че след вписването му правата и задълженията от тези действия преминават по право върху АД. Тоест, ако учредителите запишат акции от името на бъдещото АД, то след възникването си ще стане акционер в себе си със записаните от негово име акции. Доказателство за това е и чл. 161, ал. 4 ТЗ, който (във връзка с възможността по чл. 69 ТЗ) създава забрана за АД да записва акции от своя капитал при учредяването си. Но ако в нарушение на забраната се запишат акции от името на АД, то ще стане акционер в самото себе си — последицата от нарушението е, че учредителите ще бъдат солидарно отговорни за дължимите вноски срещу записаните от АД акции (чл. 161, ал. 4, изр. 2 ТЗ).

² Забраната за придобиване на собствени акции е възприета в повечето европейски законодателства — вж. чл. 19 от Втора Директива на ЕИО по дружествено право (No. 77/91/ЕИО от 13 декември 1976 г. — О.Ж. No. L 26, 31.01.1977, р. 1 — надолу за краткост ще я означавам като „Втора директива“), § 71 от герм. ЗАД; § 65 от австр. ЗАД; чл. 659 от Швейцарския облигационен закон (ШОЗ); чл. 217 и сл. от фр. ЗТД (забраната е само за изкупуване); чл. 143, ал. 1 от английския Companies Act (СА). Обратно — американското право

изхожда от принципната свобода за изкупуване на акции от корпорацията, като в нейните рамки предвижда известни ограничения — вж. § 6.31 от Закона модел за търговски корпорации (BMCA). Но в някои щати придобиването на собствени акции е забранено — така ANDERSON, R., FOX, J. and TWOMEY, D. *Business Law*. Cincinnati, 1987, p. 832. Забрана само за изкупуване на собствени акции от АД предвиждаше и чл. 169, ал. 1 на стария ТЗ.

- ³ За пръв път придобиването на собствени акции от едно АД е уредено в немския HGB. Но още при действието на ADHGB от 1861 г. се е смятало, че такова придобиване е допустимо, стига да не пречи на реалното набиране на капитала на АД, т. е. да не засяга интересите на кредиторите — вж. WIELAND, K. *Handelsrecht*. Band 2. Die Kapitalgesellschaften. München ; Leipzig, 1931, S. 25 – 26. До същия извод е стигнала в края на XIX в. и английската съдебна практика — вж. GOWER, L. S. B. *Gower's Principles of modern Company Law*. London, 1992, p. 212 – 213.
- ⁴ Преглед на режима на придобиване на собствени акции в различните национални правни системи вж. в *International Encyclopedia of Comparative Law*. Vol. XIII. Ch. V. Capital and Securities of Marketable Share Companies. Tübingen, 1990, p. 42 – 51.
- ⁵ Тази теза се потвърждава от факта, че първоизточник на правилата на чл. 187а и сл. ТЗ са чл. 19 и сл. на Втора Директива на ЕИО за ... поддържане и изменение на *капитала* на АД.
- ⁶ Придобиването на напълно изплатени собствени акции на безвъзмездно основание не създава никаква заплаха за кредиторите. Затова то е позволено дори в законодателствата с най-строг режим за придобиване на собствени акции — вж. *International Encyclopedia of Comparative Law*, p. 43.
- ⁷ Така ВОЕСКЛИ, P. *Das Neue Aktienrecht*. Zürich, 1992, S. 104. Така и KÜEBLER, Fr. *Gesellschaftsrecht*. Heidelberg, 1987, S. 159 – 160, за ООД.
- ⁸ Обратното — че във всички случаи при безвъзмездно придобиване на собствени акции няма заплаха за кредиторите — смята проф. П. Голева в случая на безвъзмездно придобиване. Вж. ГОЛЕВА, П. Цит. съч., с. 301 и 302. Поради безвъзмездния характер на придобиването тук наистина няма опасност за *запазването* на минималното чисто имущество на АД. Има обаче опасност за *неговото набиране* чрез дяловите вноски на акционерите. Това обосновава нуждата и в този случай ТЗ да допусне като правило придобиването само на напълно изплатени собствени акции.
- ⁹ С „имущество“ означавам съвкупността от всички имуществени права на АД, т. е. — актива на баланса. Под „чисто“ имущество разбирам актива на баланса на АД минус пасива, без капитала.
- ¹⁰ Вж. в същия смисъл ВОЕСКЛИ, P. *Op. cit.*, 8. 108.
- ¹¹ Обратното — че в този случай има нК, смятат: КАЦАРОВ, К. Систематичен курс по българско търговско право. С., 1990, с. 283; ЛУЧНИКОВ, Св. Имущество и капитал на търговските дружества. — *Търговско право*, 1992, с. 79, 80.
- ¹² Така KUEBLER, Fr. *Op. cit.*, S. 159; ВОЕСКЛИ, P. *Op. cit.*, S. 108; Вж. и ЛУТЕР, М. Състояние и реалност на европейското дружествено право. — В: *Хонт, Кл. и Бузева, Т.* Европейско дружествено право. С., 1999, с. 25.

- ¹³ Така ЛУТЕР, М. Цит. съч., с. 25.
- ¹⁴ Вж в този см. International Encyclopedia of Comparative Law, р. 43. Според счетоводната практика на САЩ, макар юридически да са част от имуществото на корпорацията, от стопанска гледна точка придобитите собствени акции (treasury stock) не се считат за нейно имущество — вж. MANNING, В. A concise textbook on legal capital. Mineola; New-York, p. 131. Същото схващане се застъпва в немската практика — вж. GIERKE-SANDROCK. Handels- und Wirtschaftsrecht. Berlin; New-York, 1975, S. 186.
- ¹⁵ Реалната (или балансова) стойност на акцията се определя от чистото имущество на АД в определен момент, разделено на броя на емитираните акции.
- ¹⁶ Законът за счетоводството не допуска възможността, предоставена на АД от чл. 21, ал. 1, б. "а" на Втора директива, за преценка дали да включи придобитите собствени акции в актива на баланса си, или не — АД е задължено да ги запише като актив.
- ¹⁷ Според проф. П. Голева такова право предоставя на акционерите немското право. Вж. ГОЛЕВА, П. Правната уредба на обратното придобиване на акции според чуждестранни законодателства и европейското право. — *Правна мисъл*, 2002, № 2, с. 56.
- ¹⁸ Така KUEBLER, Fr. Op. cit., S. 159 – 160. Вж. и ЛУТЕР, М. Цит. съч., с. 25.
- ¹⁹ Вж. в този смисъл КАЦАРСКИ, А. — В: *Новите положения в търговското право*. Авт. кол. С., 2000, с. 109 – 110. Не споделям това схващане. Първо — защото след придобиването на акциите е възможно да не се стигне до нК. Второ — защото прилагането на правилата за защита на кредиторите при нК не е посочено в ТЗ като условие за придобиване на собствените акции, а само като условие за вписване на нК в търговския регистър (чл. 202, ал. 1 във вр. с чл. 153 ТЗ). Акционерното дружество обаче ще придобие акциите преди самото нК, а опасността за кредиторите идва от придобиването на акциите, а не от последващото им обезсилване при нК. Защото АД ще плати на акционерите с част от своето имущество цената на придобитите собствени акции на основание на договора за изкупуване на акциите, а не на основание нК с изкупените акции. А в резултат от плащането чистото имущество на АД може да падне под числото на капитала. В тази връзка кредиторите имат нужда от защита в момента на плащането на акциите, а не в момента на нК. Тоест, правилата за защита на кредиторите при нК във връзка с придобиването на собствени акции от АД са неприложими. Поради това е уместно de lege ferenda да се предвиди, че тези правила ще се приложат като условие за действителност на сделката по възмездно придобиване на собствени акции. В тази връзка § 71, ал. 1, т. 6 на герм. ЗАД допуска придобиването на собствени акции да стане въз основа на решение на ОС на АД за нК чрез обезсилване на акции по правилата за нК. Правилата за нК няма да се приложат само ако обезсилваните акции се придобиват безвъзмездно (вж. § 237, ал. 3, т. 1 герм. ЗАД).
- ²⁰ В същия смисъл вж. ГОЛЕВА, П. Цит. съч., с. 296. В този смисъл е и чл. 20, ал. 1, б. "а" на Втора директива.

- ²¹ В същия смисъл вж. ГОЛЕВА, П. Цит. съч., с. 298. Неприемливо е обяснението в доктрината, според което тази забрана е предвидена поради необходимостта за хармонизиране на ТЗ с чл. 19, ал. 2 на Трета директива на ЕИО за сливанията на АД — вж. КАЦАРСКИ, А. Цит. съч., с. 104. Член 19, ал. 2 на Директивата не визира придобиване на собствени акции чрез УП. Обратно — чл. 20, ал. 1, б. “б” от Втора директива дава възможност на страните-членки на ЕС да допуснат във вътрешното си право придобиване на собствени акции от АД във всички случаи на УП. Редица страни-членки са се възползвали от тази възможност — вж. напр. § 71, ал. 1, т. 5 на герм. ЗАД; чл. 98, ал. 5 от Кн. II на хол. ГК.
- ²² Тъй като АД е ЮЛ, то не може да придобие акциите на акционера чрез наследяване по закон (аргум. от чл. 5 — 11 ЗН).
- ²³ В този смисъл за универсалното правоприемство вж. ТАДЖЕР, В. Гражданско право на НРБ. Дял II. С., 1973, с. 185.
- ²⁴ Обратното считат ГОЛЕВА, П. Цит. съч., с. 300; КАЦАРСКИ, А. Цит. съч., с. 104.
- ²⁵ Така ГОЛЕВА, П. Цит. съч., с. 299.
- ²⁶ Затова например § 71 на герм. ЗАД не поставя никакви условия за придобиване на акциите чрез универсално правоприемство.
- ²⁷ Кацарски изключва завета от основанията за безвъзмездно придобиване на собствени акции по т. 3. Вж. КАЦАРСКИ, А. Цит. съч., с. 104.
- ²⁸ Затова е изразено схващане, че не е нужно придобиваните безвъзмездно акции да бъдат напълно изплатени — вж. ГОЛЕВА, П. Търговско право..., с. 301, 302.
- ²⁹ Собствените акции са във всички случаи поименни — немислимо е да се прехвърлят ненапълно изплатени акции на носител (аргум. от чл. 185, ал. 1 във вр. с чл. 178, ал. 3 ТЗ).
- ³⁰ С това ТЗ ще се хармонизира с чл. 20, ал. 1, б. “с”, предл. първо на Втора директива, което поставя такова условие за безвъзмездно придобиване на собствени акции.
- ³¹ Член 20, ал. 1 на Втора директива не предвижда такова ограничение.
- ³² Това са познатите в англоезичната литература *redeemable shares* — вж. за тях GOWER, L. S. В. Op. cit., p. 215.
- ³³ Без значение е стойността, по която (при възмездно придобиване) акциите са придобити от АД.
- ³⁴ De lege ferenda 10-процентната граница на допустимо придобиване на собствени акции следва да отпадне и при придобиване на акциите по т. 5.
- ³⁵ В първия случай ТЗ определя мнозинството за вземане на решението на база на представения капитал, а във втория — на база на представените акции. Различieto в използваните термини няма практическо значение — и в двата случая базата за определяне на мнозинството е една и съща.
- ³⁶ В това отношение ТЗ се отклонява от чл. 39, б. “d” на Втора директива, който допуска този резерв да се използва само за увеличаване на капитала чрез издаване на нови акции с привилегия за обратно изкупуване.

**ОСНОВАНИЯ И УСЛОВИЯ ЗА ДОПУСТИМО ПРИДОБИВАНЕ
НА СОБСТВЕНИ АКЦИИ ОТ АКЦИОНЕРНО ДРУЖЕСТВО
ПО ТЪРГОВСКИЯ ЗАКОН
(GROUNDS AND CONDITIONS FOR ADMISSIBLE ACQUISITION
OF OWN SHARES BY A JOINT-STOCK COMPANY
UNDER THE BULGARIAN COMMERCIAL LAW)**

Author(s): Grigor Naydenov Grigorov

- **Keywords:** acquisition; own shares; joint-stock company; creditors; shareholders
- **Summary/Abstract:** The main object of the present work is to make a short analyse of the grounds and conditions for acquisition of own shares by a joint-stock company. The issue of the ban on the acquisition of own shares is also touched upon, paying particular attention to the interests of creditors and those of shareholders that may be affected. The various methods that the Bulgarian Commercial Law contains for the acquisition of own shares according to the statutory requirements are commented on, as well as the conditions for the acquisition of own shares according to Art. 187a, Para. 2 and Para. 4 of the Commercial Law, the conditions for redemption and the conditions for the redemption of shares with redemption privileges.

**TRANSLITERATED REFERENCES
NOT WRITTEN IN THE ROMAN SCRIPT**

- ГОЛЕВА, П. Търговско право. Кн. 1. [София] [GOLEVA, P. Targovsko pravo. Kn. 1. [Sofia], 2001
- КАЦАРОВ. К. Систематичен курс по българско търговско право. С. (KATSAROV. K. Sistematischen kurs po balgarsko targovsko pravo. S.), 1990
- ЛУЧНИКОВ, Св. Имущество и капитал на търговските дружества. – Търговско право (LUCHNIKOV, Sv. Imushtestvo i kapital na targovskite druzhestva. – Targovsko pravo), 1992
- ЛУТЕР, М. Състояние и реалност на европейското дружествено право. – В: Хопт, Кл. и Бузева, Т. Европейско дружествено право. С. (LUTER, M. Sastoyanie i realnost na evropeyskoto druzhestveno pravo. – V: Hopt, Kl. I Buzeva, T. Evropeysko druzhestveno pravo. S.), 1999

- ГОЛЕВА, П. Правната уредба на обратното придобиване на акции според чуждестранни законодателства и европейското право. – Правна мисъл (GOLEVA, P. Pravnata uredba na obratното pridobivane na aksii spored chuzhdestranni zakonodatelstva i evropeyskoto pravo. – Pravna misal), 2002, № 2
- КАЦАРСКИ, А. – В: Новите положения в търговското право. Авт. кол. С. (KATSARSKI, A. – V: Novite polozhenia v trgovskoto pravo. Avt. kol. S.), 2000
- ТАДЖЕР, В. Гражданско право на НРБ. Дял II. С. (TADZHER, V. Grazhdansko pravo na NRB. Dyal II. S.), 1973