

## ПРАВНИ АСПЕКТИ ЗА ТЪЛКУВАНЕ НА ФИНАНСОВО ПРОЗВОДНИТЕ ИНСТРУМЕНТИ

доц. д-р Сава Хр. Димов  
Бургаски свободен университет

## LEGAL ASPECTS OF INTERPRERATATION OF FINANCIAL DERIVATIVES

Sava Hristov Dimov  
Burgas Free University

***Abstract:** The scientific paper researches the legal aspects of the financial derivatives and the deals with derivatives. Using this kind of prism, some concepts for the derivatives, the first legal definitions for the types of derivatives, margin purchases and the short “naked” sales are pointed out. Some processes for harmonization of the legal statute of derivatives with the European legal norms are analysed. As a structure the scientific theses contain an introductory part, chapter one - some legal aspects of the financial derivatives, part two covers the harmonization of the legal statute of derivatives with the European legal norms and the concluding part offers the conclusions that have been reached.*

***Kew words:** legal definitions of the financial instruments, the statute of the derivatives, derivative securities, derivatives of financial instruments, the option as an agreement, the option as a subjective right.*

### **Въвеждаща част**

Финансовите деривати придобиват все по-голяма популярност в нашата социално-икономическа реалност и развитие поради големите възможности, които те предлагат. Въпреки по-късното им появяване у нас на финансовите пазари, те са уникални търговски инструменти, пригодени за хеджиране и спекулации, което ги прави особено привлекателни за инвеститорите. Във финансово-икономическата литература те се наричат по различен начин. Така например, среща се тълкуванието, че „дериватитите са опасни хипер финанси“<sup>[1]</sup>, които могат да доведат до крах на цели финансови империи, „технически нововъведения за редуциране и управление на рисковете“, „съвременни финансови иновации и ново предизвикателство пред инвеститори и спекуланти“, „финансово know how за реализиране на спекулации и получаване на печалби от спадащи, „мечи“ тенденции на пазара, математически „хватки“ за управление и реализиране на печалби и други.

Тези „стряскащи“ разбирания за дериватите пораждаат необходимостта от позадълбоченото им изучаване не само в чисто финансовите им аспекти, а също така и

---

<sup>1</sup> Димов, С. ДЕРИВАТИТЕ – рисков и печеливш бизнес. Изд. „Абагар“, 1997, стр. 26-33 „Опасни ли са дериватите?“

в юридическите им такива. Именно поради това можем да кажем, че са необходими достатъчно знания и в двете най-важни сфери на общественото производство. Ако инвестирането е свързано с икономическите познания и анализи на съответният субект, които се обективират в съответно взето решение за извършване на определена икономическа дейност, то правото е свързано със материализирането на това решение в определено действие посредством съответната форма, необходима за пораждаване на целените правни последици, която форма е посочена в нормативната база на всяка страна. В правото се намират нормите, които уреждат “фактическата реализация” на определената инвестиция и нейното възникване в правния мир, от което следват редица последици за участниците в този инвестиционен процес. Освен това правото се явява необходимият гарант в правоотношенията между страните по сделките и дава защита на интересите им. За всеки предприемач встъпването в законите е необходимо условие за развитието на дейността му и защитата на неговите права и законни интереси.

#### *Част първа*

#### **ЗА Някои преходни тълкувания на финансовите деривати**

Търговията с финансови деривати се отличава не само със специфичните си качества, но и с налагането на специално отношение на търговците към тях. Този вид търговия изисква постоянно внимание от своите участници, както към променящата се икономическа обстановка, така и към законодателството имащо отношение към тази дейност. Разбира се, не е абсолютно необходимо детайлното познаване на нормативната база и правната организация на този вид дейност, но е силно препоръчително с оглед динамиката на правоотношенията в нашата държава. Ето защо едно добро ниво на запознатост с правните аспекти на финансовите деривати гарантира на търгуващите с тях една навременна застраховка от бъдещи съдебни спорове и тълкувания, а последните както е известно водят до загуба на време и средства.

Правната същност и характеристика на дериватите <sup>[2]</sup> изискват те да се тълкуват като производни ценни книжа, защото тяхната цена се определя от стойността на други, базови по отношение на тях ценни книжа. Те могат да бъдат разглеждани като инвестиции и като финансови инструменти. Например, когато инвеститор е търговско предприятие, то може да инвестира не само свободните си парични средства, но и част от финансовите си активи, каквито са например опциите в качеството им на имуществени права. Когато физическо лице притежава такива финансови активи би следвало да се наричат финансови инструменти. Разликата се налага от факта, че физическото лице не притежава редица индивидуализиращи юридическите лица признаци, като например предмет на дейност, колективни органи, седалище и ред други. Именно затова има разлика между финансови активи, като имуществени права на фирма, условно казано „А” и инструмент за спекулации, каквито биха били при друго лице, например фирма „Б”.

---

<sup>2</sup> До скоро българската нормативна уредба не познава понятието „финансов инструмент” и си служеше само с понятието „ценна книга”. Въпреки това терминологично „финансов инструмент” се използваше от икономическата наука независимо от липсата на правна уредба. То е по-широко понятие от това за ценната книга.

В този контекст се срещат първите легални определения за *производни финансови инструменти*.<sup>3</sup> Например, от лондонските международни счетоводни стандарти № 32 и №39 можем да изведем едно нормативно закрепено определение на този вид инвестиции, а именно:

▪ Съгласно т.1, буква А, производни финансови инструменти са тези, чиято стойност се мени в отговор на промяната на предварително заложена променлива, като конкретен лихвен процент, цена на ценна е книга, цена на стока, валутен курс, кредитен рейтинг, ценови индекс и други подобни.;

▪ Комитета по международни стандарти продължава в буква Б, дериват е този инструмент който не изисква почти никаква първоначална нетна инвестиция или почти никаква нетна инвестиция с отношение към други видове договори, които реагират по подобен начин на промените в пазарните условия и който се заплаща на бъдеща дата. На тази основа интерес представляват дериватните сделки.

*Спот сделки* се сключват единствено на борсовия под, а изпълнението им е регламентирано от борсовия правилник (най-често до втория работен банков ден). Тоест изключено е буквално едновременно сключване и изпълнение, като последното се извършва извън пода на борсата чрез отдела за клиринг и сетълмент, а плащането обичайно е по банков път и не съвпада с доставката. Втората група, срочните сделки които са в центъра на тези разсъждения, могат да бъдат определени общо като сделки, при които сделката се сключва в определен момент, а изпълнението се извършва на (или до) определена бъдеща дата. Регламентацията на изпълнението зависи от характера на самия срочен контракт и приетата организация на търговия. Обобщаващото понятие "срочни сделки" е непопулярно в англо-американската практика, където се използват оригиналните наименования на двете негови разновидности – *фючърсните (futures)* и *форуърдните (forward) сделки*.

Определянето на дериватните сделки изисква отчитане на иманентните характеристики на дериватните инструменти, които се съдържат в положението, че *те представляват финансови инструменти, носещи права и задължения, отнасящи се до други активи, или инструменти, определени като базови, което се съдържа и в самото им наименование и на второ място представляваните от дериватите права се отнасят до покупката или продажбата на базовия инструмент.*

<sup>3</sup> *Financial Accounting Standart (FAS) 133* е първия стандарт за финансова отчетност, който от 1984 година има отношение към финансовите деривати. Специалистите смятат, че американския стандарт FAS 133 е сравнително сложен и на места спорен.; *International Accounting Standards (IAS) 32*. Финансови инструменти: оповестяване и представяне на информация е първия неамерикански международен стандарт за оповестяване и представяне на информация за всички видове финансови инструменти. Той налага определени изисквания за предоставяне на информация за балансните финансови инструменти. През декември 1998 г. във Франкфурт на Майн, Германия, Комитета по международни счетоводни стандарти (International Accounting Standards Committee-IASC) утвърждава първия международен стандарт, който се отнася до идентификацията и измеренията на всички видове финансови инструменти. Специалистите смятат, че със стандарт IAS 39 (*International Accounting Standards (IAS) 39*. Финансови инструменти: идентификация и измерение) е завършен последния етап на Програмата по създаването на пълен базов комплект от международни стандарти, съгласувана с Международната организация на комисията по ценни книжа (International Organization of Securities Commissions - IOSCO). (Виж за подробности: Димов, С. Алтернативата „американски счетоводни принципи – международни счетоводни стандарти“ при отчитане на финансовите деривативи. Сп. „Български счетоводител“ №7, 2002 г.)

Ограничаването до тези две популярни характеристики при дефинирането на дериватите би оставило определението изключително непълно. Разликата между срочната сделка и отделното съществуване на инструмент – носител на правата по нея, представлява необходимата качествена характеристика, определяща дериватите. На тази основа дериватите представляват самостоятелен инвестиционен инструмент със собствена стойност и рискови показатели, който от своя страна е обект на отделни сделки. Последната част от определението обаче води и до белега за формата на съществуване на дериватните инструменти. За разлика от традиционните финансови активи, представяни с материален носител (ценни книжа), най-активно търгуваните представители на дериватите (опциите и фючърсите) съществуват изключително под формата на електронни записвания в борсовите и клирингови системи.

И докато изтъкнатите дотук белези на дериватните сделки ги определят на фона на останалите инструменти и сделки, като ги позиционират в общото инвестиционно пространство, то тяхната пълна определеност изисква и поглед към съдържанието в групата на дериватите *с паралел между самите дериватни инструменти*. В това отношение вниманието се концентрира върху зависимостите между сделките с опции, варианти, права, фючърси и суапи.

*Опционните сделки* се характеризират с различния статут на страните по сделката, при което инвеститорът, откриващ дълга опционна позиция, придобива правото на избор за упражняване на опцията срещу заплащането на опционната премия, респективно инвеститорът с къса позиция – издателят на опцията – поема задължението за изпълнение на сделката срещу получената опционна премия. В това отношение аналогична е ситуацията и при вариантите и правата, с което тези три инструмента се определят като условни активи и съответно сделките с тях, като условни.

В паралел с групата на условните сделки се определят и безусловни инструменти, респективно безусловни сделки, задължението за изпълнение на които е валидно еднакво и за двете страни, какъвто характер имат другите два дериватни инструмента – фючърси и суапи.

Систематизирането на различните типове дериватни сделки изисква селектиране на детайлните подробности относно разнотипните контракти на петте дериватни инструмента и извеждането на особеностите, характеризиращи общите параметри като основа за организиране на тяхната търговия. Обобщаващата група срочни сделки включва, от една страна, фючърсите и форуърдните сделки с традиционни, капиталов финансови активи и от друга – дериватните сделки.

Дериватните сделки могат да бъдат разгледани като особен сегмент в групата на *срочните сделки* поради факта, че всички дериватни инструменти имат срочен характер. Регламентацията по значителна част от дериватните сделки на право на избор (но не и задължение) за тяхното изпълнение формира подгрупата на условните сделки, в която се обхващат сделките с опции, варианти и права. Успоредно с нея остава и втората подгрупата от дериватните сделки – *безусловните или задължителни сделки*. Не по-малък интерес представлява и фактът, че докато критерият срочност по отношение на сделките с традиционни финансови активи (акции, облигации, съкровищни бонове) няма пряка връзка с продължителността на самите активи, то срочността на дериватните инструменти почти изцяло покрива срочността на изпълнение на дериватните сделки.

Специфичните изисквания, свързани с организацията на дериватните пазари, произтичат от същностните характеристики на самите дериватни инструменти и особеностите на техните сделки. Конкретните принципи отговарят и на поставените в началото изисквания за висока ликвидност на пазарите и динамична обръщаемост на капиталите. В това отношение борсовата организация се характеризира с изключителна стандартизация и взаимозаменяемост на контрактите, безналичност на разплащанията, обездвижване на инструментите и дематериализиране на сделките с тях, което се изразява в доставката на ценните книжа единствено чрез заверяване/задължаване на сметките и опериране с правата, представлявани от ценните книжа без тяхното предоставяне, изискванията за начален и поддържащ маржин, търгуване чрез посредник – член на борсата и други подобни, които не представляват интерес в настоящето изследване.

Задълбоченият анализ на цялостната технология на дериватната търговия обаче отчита и факта, че при някои деривати се проявяват и *елементи на спот или касови сделки*. Веднага трябва да бъде пояснено обаче, че това не отхвърля срочната същност на самия инструмент, а изразява характеристика на неговата търговия преди изпълнението на сделка. Типичен пример в подкрепа на тези разсъждения е откриването на опционна позиция, както и нейното закриване преди падежа, при което заплащането на опционна премия се урежда до втория бизнес ден на борсата – както при спот сделките.

Всички изброени до тук са срочни сделки и те предвиждат *отлагане* на техния сетълмент до определен срок. Фючърсът може да се определи още като борсов договор за продажба на определено количество вещи, ценни книжа, валута и други на определена дата и за определена цена. Но преди да разгледаме в детайли правните аспекти на финансовите деривати е необходимо да обърнем внимание основните елементи от търговията с този вид инструменти.

При търговията с деривати изпълнението на сделките и задълженията на страните по този договор се обезпечават чрез така наречения маржин, който по същността си прилича на задатък и отметнина.<sup>[4]</sup> В чл.2. ал.1 от Наредбата за условията и реда за извършване на маржин покупки, къси продажби и заем на ценни книжа<sup>[5]</sup>, законодателят е дефинирал, че *маржин покупка е покупка на ценни книжа*, извършена от инвестиционен посредник за сметка на негов клиент, при която за заплащане на ценните книжа клиента ползва паричен заем от инвестиционния посредник. Задължение на инвестиционният посредник е да предоставя парични заеми на своите клиенти само за извършване на маржин покупки. В преходните и заключителните разпоредби параграф 1, т.1 на последната се дава определение какво представлява сметка за маржин покупки и това е сметка водена от инвестици-

<sup>4</sup> Съгласението за отметнина и задатъка си приличат, защото има акцесорен и обезпечителен характер. Между отметнината и задатъка обаче има доста различия. При отметнината паричната сума може както да се даде, така и да се обещае. Задатъкът изисква предаване на сумата при сключването на договора. Докато задатъкът дава право на изправната страна да се откаже от договора, отметнината дава това право на неизправната страна. Отмятането е възможно до започване на изпълнението. Задатъкът може да се упражни и при неточно изпълнение. За разлика от задатъкът, правото за "отмятане" от договора не засилва, а намалява силата на задължението по главната сделка.

<sup>5</sup> Издадена от председателя на Комисията за финансов надзор. Обн. ДВ, бр. 65 от 27.07.2004 г.

онният посредник, в която се отразяват кредитните отношения между инвестиционният посредник и клиента във връзка с извършването на маржин покупки, както и във връзка с предоставянето на обезпечение в ценни книжа при извършване на къси продажби.

*Къса или „гола” продажба*<sup>6</sup> е продажбата на ценни книжа, извършена от инвестиционният посредник за негова сметка или за сметка на негов клиент, при която към момента на сключването ѝ продавачът не притежава ценните книжа и възнамерява да изпълни задължението си за прехвърлянето им с ценни книжа, взети на заем или ползвани при условията на чл.5. ал.1 и 3 и чл.6 ал.1 от НУРИМП. Заем на ценни книжа представлява прехвърляне на ценни книжа от заемотателя в собственост на заемателя срещу задължение за връщане на ценни книжа от същия вид, брой и емисия на определена бъдеща дата или при поискване. Както се вижда това е задължение при което дължимият резултат не е конкретен макар и означен с индивидуализиращи си белези. В глава 3 на наредбата определят условията и реда за извършване на маржин покупки. Паричните средства, които инвестиционният посредник дава назаем на своите клиенти за извършване на маржин покупки, могат да имат за източник само собствените му средства, заем от банка получила лицензия за извършване на банкова дейност в страната или парични средства на клиенти, отчитани по сметки за къси продажби до размера, до който те се считат за обезпечение.

На 21 февруари 2012 г. съветът по икономически и финансови въпроси прие нови правила за регулация или „забрана” на късите продажби и някои аспекти на суапове за кредитно изпълнение. С регламента се въвеждат общи за ЕС изисквания за оповестяване и се хармонизират правомощията, които регулаторните органи могат да упражняват при извънредни ситуации, в които има сериозна заплаха за финансовата стабилност.

*Извод: Деривативите се наричат още условни бъдещи права или претенции, тъй като доходността им зависи от цените на други активи. Те са условни права от гледна точка на възникването или не на едно вземане по договора. Такъв би бил случая, когато например сключили един опционен договор за купуване, цената на базовия актив нарасне и ние упражним опцията. В този случай ние имаме определена печалба и за нас възниква вземане по този договор, а за инвестиционният посредник задължение да ни изплати сумата или както най-често става да завери сметка ни, която ние сме открили при него. Следователно имаме възможност да се упражни едно договорно право или изискването да се изпълни едно договорно задължение, като сами по себе си те са условни, защото зависят от настъпването на едно бъдещо несигурно събитие.*

---

<sup>6</sup> Късите продажби (short selling), наричани от някои автори още „голите”, къси продажби (“Naked short selling, or naked shorting”).

**Част втора****ХАРМОНИЗИРАНЕ НА ПРАВНИЯ СТАТУТ НА ДЕРИВАТИТЕ  
С ЕВРОПЕЙСКИТЕ ПРАВНИ НОРМИ.**

Първият нормативен акт посветен на ценните книги и регулирания капиталов пазар е *Законът за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества* (обн. ДВ, бр.63/1995 г., отм. ДВ бр.114/1999 г.). С него се въведе разрешителен режим за функционирането на фондовите борси и строги изисквания към участниците в търговията с ценни книги.

През 1999 г. с приемането на *Закона за публично предлагане на ценни книги* (обн. ДВ, бр. 114/1999, по нататък само ЗППЦК), бе отменен ЗЦКФБИД. Новият закон се превърна в модерна правна рамка на ценните книги и сделките с тях на регулиран пазар.

С приемането на *Закона за пазарите на финансовите инструменти* (обн. ДВ бр.52/2007 г., в сила от 01.11.2007 г.) ЗПФИ, се правят множество и съществени изменения, и допълнения по отношение на досега действащата уредба. Цел на закона е и хармонизиране с европейското право в тази област. Регламентирани са нови правни фигури и се използва нова непозната за правото терминология.

Изискванията на правото на Европейския съюз в областта на издаването и търговията с финансови инструменти са построени на няколко водещи принципа. Това са правилата на единния пазар, изграден на основата на свободното право на установяване; единния лиценз; правила за разумна практика на дейността на финансовите институции; както и единни изисквания за изграждането и функционирането на надзорните финансови институции.

Хармонизирането на ЗППЦК и ЗПФИ с *Директива 2004/39/ЕО* постигна попълно съответствие на дефиницията за ценните книги, въведе се и понятието „финансов инструмент“ което включва както ценните книги, така и дялове на колективни инвестиционни схеми, инструменти на паричния пазар и дериватни финансови инструменти с различен базов актив. С оглед хармонизацията на нашето с европейското право се промени и определението за регулиран пазар. Регулираните пазари по смисъла на Директивата, обхващат не само регулираните пазари, получили лиценз и извършващи дейност съгласно българското законодателство, но и регулираните пазари, които извършват дейност съгласно законодателството на друга държава членка на ЕС.

Финансовите инструменти, които не са ценни книги не попадат в обхвата на ЗППЦК и основно се регулират от ЗПФИ. Законодателният им списък се съдържа в чл.3 на ЗПФИ. Финансовите инструменти различни от ценните книги, най-общо са:

- инструменти на паричния пазар;
- дялове на предприятия за колективно инвестиране;
- опции, фючърси, суапове, форуърдни договори с фиксиран лихвен процент и други деривативни договори върху ценни книжа, валута, лихвени проценти, доходи или други дериватни инструменти, индекси или финансови показатели, задълженията по които могат да бъдат изпълнени чрез доставка или чрез парично плащане;
- опции, фючърси, суапове, форуърдни договори с фиксиран лихвен процент и други дериватни договори върху стоки, задълженията по които трябва да бъдат изпълнени чрез парично плащане или задълженията по

които могат да бъдат изпълнени чрез парично плащане по искане на една от страните; и т.н.

- дериватни финансови инструменти за прехвърляне на кредитен риск;
- договори за разлики.

Понятието „финансови инструменти, които не са ценни книги” е условно понятие, създадено за целите на ЗПФИ. Законодателят третира отделните видове финансови инструменти като „различни” от ценните книги от гледна точка на тяхната търговия на съответния капиталов пазар.

В специализираната литература се срещат различни дефиниции на за финансов инструмент. Според една от тях финансовите инструменти са законно, осъществимо споразумение между две и повече лица, което изразява договорно право или право на парично плащане.

Според друго определение – финансовия инструмент е документ (като облигация, менителница, фючърсен или опционен договор), който има парична стойност или удостоверява правно обвързващо(изпълнимо) споразумение между две и повече страни, отнасящо се до парично плащане.<sup>[7]</sup> Тази дефиниция не е близка до разбирането в българското право. Среща се виждането, че финансовите инструменти са правно отношение с договорен характер, по силата на което едно лице (инвеститор) дава парите си в начинание, организирано от трети лица, без инвеститора да участва пряко с личен труд.

Може да обобщим, *че финансов инструмент е родово понятие, в което попадат два компонента – ценни книги и финансови инструменти, които не са ценни книги*. Ценните книги имат характеристиката на вид финансов инструмент, предлагат се публично и са свободно прехвърлими, те попадат в обхвата на ЗППЦК. Те трябва да отговарят на изискванията за допускане до регистрация за търговия на съответния регулиран пазар. Финансовите инструменти, които не са ценни книги се регулират от ЗПФИ, за тях законодателят е възприел списъчен подход. Най-общо в обхвата на ценните книги, които са финансови инструменти попадат акциите, облигациите, дериватните ценни книги и държавните ценни книги (с изключение на съкровищните бонове). В обхвата на финансовите инструменти, които не са ценни книги, попадат инструментите на паричния пазар, дяловете на предприятия за колективно инвестиране и дериватните финансови инструменти.

Ценните книги можем да ги разделим на базови ценни книги и дериватни ценни книги. Основните ценни книги, които могат да се търгуват на капиталовите пазари, са акции и облигации, както и приравнените на тях ценни книги. Те се наричат още базови ценни книги. Дериватните ценни книги са производни от основните. Те са включени в законовия списък на чл.2, ал.1, т.3 от ЗППЦК като „други ценни книги, които дават право за придобиване или продажба на такива ценни книги, или които водят до парично плащане, определено посредством ценни книги, валутни курсове, лихвени проценти, доходност, стоки или други индекси и показатели”. Дериватните ценни книги произхождат от базовите ценни книги. Въз основа на вида на базовия актив възниква и огромното им разнообразие.

---

<sup>7</sup> Цит. по: [www.businessdictionary.com/definition/financial-instrument.html](http://www.businessdictionary.com/definition/financial-instrument.html)/ FINANCIAL INSTRUMENT. Definition.

Законодателната уредба и финансовата практика правят разлика между дериватните ценни книги и дериватните финансови инструменти с базов актив различен от ценните книги, т.е. може да разделим дериватите на такива, които са ценни книги, и такива които са дериватни финансови инструменти без да са ценни книги. Дериватите ценни книги се регулират от *Закона за публичното предлагане на ценни книги*, а дериватните финансови инструменти от *Закона за пазара на финансови инструменти*.

Така съгласно легалната дефиниция която дава §1 от ДР на ЗППЦК дериватни ценни книги са:

- правата, които дават право за записване на определен брой акции във връзка с взето решение за увеличаване на капитала на публично дружество (т.3);
- варанът (т.4);
- българските депозитарни разписки (т. 8);
- депозитарните разписки (т. 29);
- депозитарните разписки за акции (т.30).

В чл.3 от Закона за пазара на финансови инструменти се съдържа изброяване на видовете финансови инструменти. Както бе посочено в §1 т.1, финансовия инструмент е родово понятие, което обхваща ценните, които са вид финансови инструменти както и финансовите инструменти, които не са ценни книги. Понятието финансовите инструменти, които не са ценни книги е условно, създадено за целите на ЗПФИ. Различният начин, по който се търгуват финансовите инструменти, които не са ценни книги, е основната причина ЗПФИ да ги отдели от ценните книги по смисъла на ЗППЦК. Финансови инструменти, различни от ценните книги са:

- инструменти на паричния пазар;
- дялове на предприятия за колективно инвестиране;
- опции, фючърси, суапове, форуърдни договори и други дериватни договори с различен базов актив;
- дериватни финансови инструменти за прехвърляне на кредитен риск;
- договори за разлики.

Базови финансови инструменти може да наречем инструментите на паричния пазар и дяловете на предприятията за колективно инвестиране, чл.3, т.2, б."а" и "б" ЗПФИ. Може да ги определим като базови, защото са носители на първични, а не на производни права за своите притежатели. Инструментите на паричния пазар и дяловете на предприятията за колективно инвестиране не са дериватни финансови инструменти.

Пазарите на финансови инструменти в Европейския съюз се регулират от Директива 2004/39/ЕС (известна като "MiFID" (*Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC*)<sup>[8]</sup>, като впоследствие изменена от директива 2008/10/ЕС.<sup>[9]</sup> Те осигуряват хармонизирано регулиране за инвестиционните услуги в 30-те държави-

<sup>8</sup> "Directive 2004/39/EC". Official Journal of the European Union. 2004. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:02004L0039-20060428:EN:NOT>.

<sup>9</sup> "Directive 2008/10/EC". Official Journal of the European Union. 2008. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:076:0033:0036:EN:PDF>.

членки на Европейското икономическо пространство (27-те държави-членки на Европейския съюз плюс Исландия, Норвегия и Лихтенщайн). Основните цели на директивата са да се увеличи конкуренцията и защитата на потребителите в инвестиционни услуги. Освен посоченото MiFID е крайъгълен камък на Европейската комисия относно финансов план за действие, чиито 42 мерки значително ще се променят функционирането на финансовите пазари на ЕС. MiFID е най-значимата част от законодателство, въведено в рамките на процедурата "Lamfalussy Directives", предназначени да ускорят приемането на законодателство въз основа на „подход на четири нива», препоръчано от Комитета на мъдреците, председателстван от барон Александър Ламфалуси.

Стъпка към европейската хармонизация в тази насока е *Закона срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти*. Този нормативен акт за първи път урежда в България материята, свързана с търговията с вътрешна информация и манипулирането на финансовия пазар. Той ще се прилага както за действия, извършени на територията на страната, така и за действия, извършени извън нея, относно финансови инструменти, допуснати до търговия или за които е поискано допускане до търговия на регулирани пазари в България и в държави-членки на Европейския съюз. Приоритетите се концентрират в няколко аспекта:

Първо, Законът създава условия за развитието на открит, прозрачен и ефективен пазар на финансови инструменти в страната.;

Второ, Извършването на сделки с финансови инструменти въз основа на вътрешна, непублична информация нарушава принципа на равнопоставеност на инвеститорите и позволява облагодетелстването на лица с достъп до вътрешна информация.;

Трето, Манипулирането на пазара изкривява действието на свободния пазар и не позволява инвестиционни решения да бъдат взети въз основа на достоверни финансови показатели.<sup>[10]</sup>

Основните категории дериватни финансови инструменти, известни на капиталовите пазари са опциите, фючърсите и форуърдите, суапите и др. Всеки един от тези деривати може да бъде върху един и същ базов актив. Опциите и фючърсите са популярни сред дребните инвеститори, докато форуърдните споразумения и суапите се използват предимно от институционални инвеститори за управление на риска.

Сделката с произведен финансов инструмент, най-общо означава постигане на съгласие за изпълнение в бъдещ момент, като условията се уговарят в настоящето (момента на сключване на сделката). В зависимост от това, дали страните имат само правото или и задължението на падежа на сделката да изпълнят поетото, дефинират ключовата разлика между отделните видове дериватни финансови инструменти.

Дериватните ценни книги имат за базов актив други ценни книги. Докато дериватните финансови инструменти могат да бъдат „надградени” и върху права върху стоки. Деривативните финансови инструменти, които имат легални законови

---

<sup>10</sup> За подробности: Хаджова, Н. Защита срещу злоупотреби с финансови инструменти. [http://www.dnevnik.bg/dnevnikplus/2006/10/29/290114\\_zashita\\_sreshtu\\_zloupotrebi\\_s\\_finansovi\\_instrumenti/](http://www.dnevnik.bg/dnevnikplus/2006/10/29/290114_zashita_sreshtu_zloupotrebi_s_finansovi_instrumenti/)

дефиниции са опцията, фючърът и договорът за разлика. Наред с тях макар и само като изброяване са посочени суаповете и форуърдните договори, надградени върху разнороден базов актив.

*Законовата дефиниция за опция*, която се съдържа в §1, т. 31 от ДР на ЗПФИ, я характеризира като деривативен финансов инструмент, изразява правото за закупуване или продажба на определен брой ценни книги или други финансови инструменти по предварително фиксирана цена до изтичането на определен срок или на определена дата.

От тази законова дефиниция могат да се изведат характеризиращите признаци на опцията. Търсенето на правната същност на опцията може да се подпомогне, като разгледаме финансовото поведение на участниците на опционните пазари. Притежателят на определен базов актив решава да продаде право върху този актив. Правото, надстроено върху базовия актив, възниква като субективно право със сключването на договор за неговата покупко-продажба. Този първоначален договор се сключва между титуляра на базовия актив, учредил правото върху него, и първоначалния купувач на правото. По-нататък това право – наречено опция, може многократно да бъде прехвърляно на капиталовите пазари. Реализирането на правото „опция” води до сключване на последващ договор с предмет базовия актив. В този контекст, опцията може да се разглежда като: <sup>[11]</sup>

Първо, *Опцията като договор*.

Правната характеристика на първия (учредяващия опцията) договор предопределя характера и на втория. Първият договор учредява опцията като субективно право. При него е налице конститутивна сукцесия (учредително правоприемство). Създателят на опцията учредява правото „опция” на основата на друго свое право – собствеността върху базовия актив. При „втория” договор, с който се прехвърля вече учреденото право „опция”, е налице транслативна сукцесия (прехвърлително правоприемство).

В съвременната литература се срещат различни гледни точки за правната същност на опционния договор. Според една от тях при опциите няма сключен между страните договор, а става дума за преддоговорна фаза на отношенията и не се различава съществено от предложението (офертата) за сключване на договор за борсова продажба. Или според този автор<sup>[12]</sup>, опционното право е изключително право на едно лице срещу вознаграждение, изплатено на предложителя, да приеме предложението и да сключи договор с предложителя или да прехвърли това право на друго лице. Този автор приема, че при опцията е налице хипотезата на публичното предложение за сключване на сделка по смисъла на чл.291 от ТЗ. <sup>[13]</sup>

<sup>11</sup> Виж: Касабова, К. Правни аспекти на финансовите инструменти. ИК „Труд и право”, С., 2007, стр. 257-271

<sup>12</sup> Диков, Л. Курс по търговско право. Ш-то Фототипно издание Том I, С., 1992, стр. 669-670

<sup>13</sup> Чл. 291. (Нов - ДВ, бр. 83 от 1996 г.) Предложение за сключване на сделка може да бъде направено и до неопределен кръг от лица, включително и чрез средствата за масово осведомяване. То трябва да съдържа и общото предлагано количество и срока за приемане на предложението. В този случай предложителят е обвързан до изчерпване на количеството в определения срок.

Според противоположна теза опцията не е оферта.<sup>[14]</sup> Аргументите са, че офертата престава да бъде такава и прераства в сделка. Освен това при всички случаи имаме плащане на опционна премия, което е една от основните форми на конклюдентни правни действия за приемане на офертата и съответно за сключването на договор.

Правната доктрина аргументира тезата, че както учредяването на опцията като право, така и последващото ѝ прехвърляне, се осъществява по силата на договор, тъй като правото на избор има своя цена.<sup>[15]</sup>

От легалното определение за опцията в §1, т.31 от ДР на ЗПФИ можем да извлечем най-общите черти на опционния договор, който има като елемент от съдържанието си опция и по който купувачът заплаща на продавача определена цена, наречена опционна премия. Срещу тази цена купувачът получава правото, но не и задължението, да купи от своя контрахент определена ценна книга или друг финансов инструмент (call option); или да ги продаде (put option) по предварително фиксирана цена (striking price) в продължение на определен срок (американска опция) или на предварително фиксирана дата (европейска опция).

Заплащането на *опционната премия* може да приближим и да търсим сходство с друг правен институт – *задатъка*. Задатъкът се дава при сключване на договора, затова една от неговите функции е потвърдителна. Щом той е платен, налице е сключването на договор. Задатъка дава право на платилата го страна да откаже изпълнение на задълженията си по валидно сключения договор, като загуби платената сума, докато опционната премия няма характеристиката на задатъка. Тя е престация на купувача по опционния договор и е доказателство за валидността му. Заплащането на опционната премия обезсилва твърденията за „офертната“ същност на опционния договор.

Опционният договор като финансов феномен се доближава до предварителния договор, но не е тъждествен с него. Той „подготвя“ сключването на последващ договор с предмет базовия актив и в това е сходната му функция с тази на предварителния договор. Предварителния договор има само облигационно, но не и вещно правно действие. Той предполага сключването на втори, окончателен договор, с който настъпва транслативния ефект. Предварителния договор има една цел, да се сключи окончателен, докато опционния договор е центриран върху правото да се сключи втори договор с определен базов актив. Опционният договор прехвърля правото да се купи, респективно да се продаде този базов актив. Той няма транслативно действие върху самия актив. За купуването/продажбата му е необходимо сключването на втори договор, по определена в предходния – опционен договор, фиксирана цена и срок. Сключването на този втори договори право, а не и задължение. Опционният договор съдържа съществени условия на този втори договор като страни, цена, срок. Въпреки това, ако титулярът на опцията не упражни правото, насрещното страна не може да предяви иск за сключване на втория договор за

---

<sup>14</sup> Попов С. По някои проблеми на правната същност и данъчното облагане на опцията. Кн. 5, Lex.bg, стр.45.

<sup>15</sup> Конов Т. Някои критични разсъждения върху българската доктрина по предварителния договор. Търговско право, 2003, №6, стр.23.

купуване / продажба на базовия актив, по аналогия с чл.19, ал.3 от ЗЗД<sup>[16]</sup>, защото опционният договор съдържа правото, но не и задължението за това.

Опционният договор има за предмет опцията като право, което, ако не бъде упражнено, не води до прехвърлянето на собствеността върху базовия актив. Финансовия интерес от опционния договор е по-скоро извличане на допълнителни доходи от базовия актив, отколкото правна форма за придобиване, респективно отчуждаване собствеността върху този актив.

Самостоятелното съществуване на опционния договор и на вторичния транслативен договор върху базовия актив се обяснява с финансовата логика на опцията. Водещо за страните е сключването на „първия“, опционен договор, защото до „втори“, последващ договор върху базовия актив може и да не се стигне. Основната цел на опцията е не сключването на този последващ договор, а „жонглирането“ с очакваните промени в пазарните цени на съответните базови активи.

Опционният договор може да го определим като самостоятелен договор. Той има за кауза размяна на опционна премия срещу поемането на риска от промяна в цената на базовия актив, което е икономически оправдана цел. Следователно, опционният договор е двустранен, възмезден и консенсуален.

Второ, *Опцията като субективно право* или както я нарича Касабова, К. „деривативен финансов инструмент“ (Цит. съч., стр. 271).

Опцията като субективно право е неразделна, основана част от съдържанието на опционния договор. Правото на избор (опцията) представлява самостоятелна ценност, която може да бъде прехвърлена независимо от базовия актив. Законодателят, за да дефинира това право използва метаюридическия термин – деривативен финансов инструмент.

Опцията е потестативно субективно право, тъй като титулярът на правото внася правна промяна с упражняването му. Той предизвиква ново правоотношение, втори договор за покупко-продажба на базовия актив. Субективното право опция е срочно право, тъй като то може да бъде реализирано в бъдеще (на определена дата и в определен период). Опцията не е условно право. Тя съдържа правото на избор да се сключи или не договор за базовия актив.

От легалната дефиниция на опцията като финансов инструмент, съдържаща се в §1, т.31 от ДР ЗПФИ могат да се изведат следните нейни характеристики. Един от основните и признаци е правото за купуване или правото за продажба на определен брой ценни книги или други финансови инструменти, но не и задължението. Правото се упражнява с купуването, респ. продажбата на базовия актив. Отношенията между страните, които възникват във връзка с опцията, можем да ги опишем така. Учредителят на опцията е нейният пръв продавач, а купувачът е лицето, което придобива опцията на определена цена. Купувачът на опцията разполага с три възможности – да упражни опцията, да я препродаде или да не я упражни в рамките на срока. Ако титулярът на опцията (купувачът) реши да упражни правото, учредителят (първия продавач) има задължението да продаде или купи базовия актив по фиксираната в опцията цена.

---

<sup>16</sup> Чл.19 (3) Всяка от страните по предварителния договор може да предяви иск за сключване окончателния договор. В такъв случай договорът се счита сключен в момента, в който решението влезе в законна сила.

В зависимост от вида на правомощието, което опцията носи, тя се дели на:

- Кол-опция (call option) е за купуване на базовия актив. Тя дава правомощието на притежателя ѝ (но не и задължението) да купи базовия актив по предварително определена цена, в рамките на определен период или на конкретна бъдеща дата. Ако титулярът на опцията (купувача) упражни правото, продавачът е задължен да осигури базовия актив. Кол опцията носи очакването за титуляра си, че цената на базовия актив ще превиши цената на упражненото право. Защото печалбата за притежателя на кол опцията се получава от разликата между пазарната цена на базовия актив и цената на опцията. Ако цената на базовия актив не се повиши, притежателя на кол опцията няма да реализира правото си и ще ограничи загубата си до размера на платената опционна премия. При повишаване цената на базовия актив, притежателят на кол опцията има стимул и интерес да упражни правото си. Той ще купи базовия актив по предварително фиксирана цена. След това ще продаде базовия актив на по-високата му пазарна цена и така ще реализира приход, който ще намали с размера на платената опционна премия.
- Пут-опцията (put option) е за продажба на базов актив. Тя дава правото на притежателя си да продаде определено количество базов актив, по определена на датата на учредяване опционна цена, в рамките на определен период или на определена бъдеща дата. Продавачът има правото да реши дали да продаде притежавания от него базов актив. Титулярът има интерес да реализира правото си, ако цената на базовия актив е под цената на правото.

Трето, *Срочен характер на опцията.*

Друг характерен признак на опцията е времето, в което може да бъде упражнена. Дефиницията за опция определя това време като бъдещ момент или период от време. Факта че моментът на пораждане на правото – покупката на опцията, не съвпада с момента на покупката, респ. продажбата на базовия актив, характеризира опцията като срочен финансов инструмент. Фактът, че тя може да не бъде упражнена и оставена срокът и да изтече, определя специфичния риск на опцията спрямо фючърса. Времето, в което правото може да бъде упражнено се определя като времева стойност на опцията. Цената на опцията е толкова по-висока, колкото по-дълъг е периодът, през който правото на избор е в сила. Колкото повече опцията се доближава към датата на падежа, времевата ѝ стойност намалява и е равна на нула на датата на падежа.

В зависимост от това, дали опцията се упражнява на определена дата или в рамките на определен период, тя се дели на:

Американски тип опция – възникнала е в САЩ и оттам носи наименованието си. Американската опция може да бъде упражнена в рамките на определен период, във всеки един момент от него. Последния възможен момент за упражняване на опцията (expiration date) е последният ден от този период. Именно тази нейна разтегливост във времето я прави подходяща за изграждане на инвестиционни стратегии, по-привлекателна за купувача, но и по-скъпа.

Европейски тип опция – известна още като английска опция, тя носи правото да бъде упражнена на определена дата – датата на падежа.<sup>[17]</sup>

---

<sup>17</sup> Срещат се още азиатски тип опции – правото се осъществява автоматично, ако опцията е включена в цената; полуамериканска или бермудска опция като своеобразен хибрид между

Предварително фиксираната цена на базовия актив е следващия признак на опцията. Упражняване на правото да се продадат, респ. да се купят ценни книги или други финансови инструменти може да стане само по предварително фиксирана цена (*striking price*). Цената на опцията известна още като опционна премия, е цената, по която може да бъде купена една опция. Страната, която получава правото на избор, дали да упражни правото си да сключи сделката, трябва да плати определена опционна премия. Страната, която е задължена да предостави базовия актив, запазва сумата, платена от страната, която има право на избор, независимо дали ще го упражни или не. В случай че опцията бъде упражнена и базовия актив бъде купен или продаден, цената платена за опцията, не се приспада от цената на базовия актив.

Цената на предмета на опцията е цената, по която притежателят на опцията има право да купи, респ. да продаде определен базов актив. Тази цена е известна като цена на упражняване (*exercise price*).

**Извод:** *Тъй като цената на опцията (опционната премия) е по-ниска от цената на самия базов актив при търговията с опции може да се прояви ефектът на лоста. Това е възможността с малко капитали да се въздейства върху капиталовия пазар. Поради това повечето капиталови пазари изискват позиционни лимити като мярка за ограничаване на злоупотребите и манипулациите.*

Според легалната дефиниция *фючърса* е дериватен финансов инструмент, който изразява правото и задължението за купуване или продажба на определен брой ценни книги или други финансови инструменти по предварително фиксирана цена, на определена дата. §1, т.32 от ДР на ЗПФИ.

По коректно е фючърса да се определи като задължението да се купи или продаде определен брой ценни книги или други финансови инструменти по предварително фиксирана цена на определена дата. Фючърса е договор. Сключването на този договор представлява юридически факт, от който възниква вторичното значение на фючърса – на правно задължение, което законодателят нарича деривативен финансов инструмент. Фючърсът е огледален на опцията. Опцията е синоним на субективно право, докато *фючърсът има значението на правно задължение*. В този аспект, той може да се разглежда като:

**Първо, Фючърсът като договор.**

В международната практика фючърсните договори се сключват на регулираните и нерегулираните пазари. Когато те се сключват на нерегулираните пазари, те не са стандартизирани и могат да се изменят според изискванията на страните по тях. И обратно, когато се сключват на регулираните пазари, фючърсните договори са във висока степен стандартизирани.

Фючърсните договори са за бъдеща покупка или продажба на базов актив по предварително определена цена. Със сключването на фючърсния договор възниква правното задължение „фючърс”. Във фючърсния договор са фиксирани цената, на която ще бъде купен или продаден базовия актив, падежът, видът, качеството и количеството на базовия актив. Цената на фючърса е единственият елемент, който варира и се определя от пазара. Тази унифицираност позволява да се търгуват големи обеми от фючърси и води до висока ликвидност на техния пазар.

---

американска и европейска опция, понеже може да бъде упражнявана на няколко определени дати преди падежа. (Димов, С. Цит. произв. стр. 105-106)

Изпълнението на задължението, поето с фючърския договор, се обезпечава чрез т.нар. „маржин”(депозит). Маржинът по своята правна същност е вид задатък, който се използва при тези договори. Маржинът не е цената на фючърса, а е обезпечение. Обезпечението трябва да е налице както при сключването на договора, така и през неговото времетраене, с цел гарантиране изпълнението по него. Затова се изисква първоначален и поддържащ маржин. Първоначалния маржин е сумата, която всеки купувач или продавач на фючърс внася при сключване на сделките на регулиран пазар. Поддържащия маржин е обикновено процент от първоначалния. Размера на маржина се установява според пазарния риск, обикновено в рамките на 5 до 18% от номиналната стойност на фючърса. Сумата на маржина е функция от цената на базовия актив. Колкото по-голямо е колебанието на цените на базовия актив, толкова по-голям е маржинът. Когато даден търговец няма открити позиции, маржинът или остатъкът по него се връща.

Упражняването на правата по опциите и изпълнението на задълженията по фючърсите е отложено във времето. Затова както опционния, така и фючърският договор се включва в родовото понятие „срочна сделка”. Разликите между тях обаче са съществени. Правота „опция” – като елемент от съдържанието на опционния договор, може и да не бъде упражнено, докато задължението – като елемент от съдържанието на фючърския договор, трябва да бъде изпълнено. При опционния договор рискът се носи от задължената страна, докато при фючърския договор и от двете страни.

С покупката, респ. продажбата на фючърса за притежателя му възниква безусловно задължение да сключи последващ, втори договор с предмет базовия актив. Ако при опционния договор сключването на този втори договор е само една правна възможност, то при фючърския договор това е задължение. Факта, че при фючърския договор са фиксирани цената на базовия актив, падежът, видът, качеството и количеството на базовия актив, с изключение на цената на задължението (фючърса), всичко това много повече сближава фючърския договор с предварителния договор по смисъла на чл.19 ЗЗД. И предварителния и фючърския договор съдържат в себе си задължение за сключване на последващ договор. При предварителния договор това е задължението за сключване на окончателен договор, който възпроизвежда всички условия на предварителния. При фючърския договор това е задължението за сключване на втори, транслативен договор за базовия актив. Въпреки високата степен на сходство с предварителния договор, фючърския договор е самостоятелен вид договор.

За него е неприложим чл.19, ал.3 от ЗЗД. Ако притежателят на фючърса не изпълни задължението си, насрещната страна не може да предяви иск за обявяване на предварителния договор за окончателен, независимо, че основните му параметри са заложени във фючърския договор. Рядко договорите с фючърс приключват с окончателна покупка/продажба на базов актив. Вместо да купят или да продадат договореното количество базов актив по предварителното фиксираната цена на падежа, участниците на фючърския пазар сключват обратна сделка с цел анулиране на първоначално заетите от тях позиции, като реализират текуща печалба или загуба от фючърския договор. Задължената страна по фючърския договор се освобождава от задължението си да сключи „окончателния” договор, като преди датата на падежа осъществи противоположна, офсетова сделка (обратна сделка).

Според §1, т.34 от ДР на ЗППЦК офсетова сделка е сделката, при която се извършва обратна на съществуващата вече сделка с цел нейното закриване. Целта

на офсетовата сделка се постига, като едно и също лице сключи едновременно фючърсен договор за покупка на определен базов актив – като купувач, и фючърсен договор за продажба – като продавач на същия актив с трето лице. Вторият договор, който е обратен на първия, се нарича *offset contract*. На практика това се постига чрез участие във фючърските договори на още един правен субект – клирингова къща към съответния пазар. Клиринговата къща гарантира изпълнението на задълженията по фючърските договори в бъдеще. Клиринговата къща е посредник, но същевременно и партньор на всяка двойка страни по фючърския договор. Тя е продавач на купувача и купувач на продавача по фючърския договор. Тъй като всеки договор има дълга и къса позиция (позиция „продава” и позиция „купува”), общата нетна позиция по него е нула. Клиринговата къща осигурява възможност на участниците на фючърския пазар да закрийт лесно и бързо позицията си чрез извършване на обратна сделка.

**Второ, Фючърът като правно задължение.** (дериватен финансов инструмент)

Фючърът е определен като деривативен финансов инструмент. Такова значение е вложил и законодателя в дефиницията дадена в §1, т.32 от ДР на ЗПФИ. Той не е ценна книга. Анализ на законовата дефиниция може да извлечем следните характеристики на фючърса:

В качеството му на деривативен финансов инструмент законодателят определя като един от най-характерните признаци на фючърса *правото и задължението за закупуване или продажба* на определен брой ценни книги или други финансови инструмент. Това определение е правно не издържано, защото е невъзможно едно правно явление да съдържа едновременно и право, и задължение. Правилно е да се определи, че фючърса е правно задължение. За купувача – това е задължението да придобие, а за продавача – задължението да прехвърли в определен бъдещ момент определен базов актив по предварително уговорена цена.

От този признак произтича първата разлика на фючърса с опцията. Фючърът поражда задължението за своя притежател да купи, респ. да продаде базовия актив, докато опцията е правото за купуване или правото за продажба на базовия актив.

Фючърът е стандартизиран дериватен финансов инструмент, който се търгува на капиталовите пазари и изразява правното задължение за купуване или продажба на определен базов актив по предварително определени цена и дата.

**Трето, Срочен характер на фючърския инструмент.**

Вторият характеризиращ признак на фючърса е времето, в което трябва да бъде изпълнен. В дефиницията, то е посочено като *определена дата*. Фактът, че момента на възникване на задължението – покупката на фючърса, не съвпада с момента на покупката, респ. продажбата на базовия актив, характеризира фючърса като срочен финансов инструмент. За разлика от опцията, фючърът трябва да бъде упражнен на точно определена дата, а не в рамките на определен период.

Друг представител на така наречените срочни сделки е *форуърдния договор*. При възникването на първата стокова борса за зърнени храни през XVII век в Амстердам най-масово са се сключвали срочни сделки за реална доставка на стоки. Те именно са първообрази на съвременните форуърдни сделки.

Форуърдният договор (*forward transaction*) е срочна сделка. Целта ѝ е доставката на определен базов актив от продавача на купувача при настъпване на договорения срок. Въпреки, че форуърдният договор се счита за изпълнен с реалната доставка на базовия актив, това не е основната цел на сключването му.

Финансовата цел на форуърдия договор е аналогична на целта на останалите срочни сделки, характеризиращи се със задължителност на изпълнението. Участниците на финансовите пазари използват форуърдните договори за хеджиране (управление) на пазарните рискове, за арбитражиране на несъответствията в цените на пазара и между отделните пазари; за заемане на позиция (дълга или къса) в зависимост от бъдещото пазарно поведение на базовия актив; за извличане на спекулативна печалба.

Правната проекция на форуърдния договор е много неясна. Допълнителните разпоредби на ЗПФИ съдържат легални дефиниции на някои от видовете финансови инструменти, но форуърдния договор не е между тях. Въпреки липсата на легална дефиниция той е изброен в чл. 3, т.2 на ЗПФИ, наред с останалите деривативни финансови инструменти. Чрез използване на правната аналогия можем да определим форуърдния договор като вид деривативен финансов инструмент и като такъв той носи всички негови характерни черти. От самото му наименование – „ форуърден договор” – ни подсказва, че той има значението и на договор.

По аналогия на останалите деривативни инструменти, може да предположим, че той има аналогичен на тях базов актив. От гледна точка на базовия актив се откроява една особеност на този договор, която не е характерна за останалите деривати, изброени в чл.3, т.2 ЗПФИ. А именно разграничаваме форуърден договор с фиксиран лихвен процент и форуърден договор без изискване за фиксиран лихвен процент.

Най-открояващата се черта на форуърдния договор е, че той е договор, който поражда задължение да се предаде договореният базов актив. Продавачът няма право на избор, както е при опционния договор. От една страна, форуърдният договор е срочен договор. Изпълнението по него трябва да бъде осъществено на определена бъдеща дата, както е при фючърския договор, а не в рамките на определен период, както е при опционния договор. При сключването на форуърдния договор се уговаря цената на базовия актив, по която той ще бъде купен, респ. продаден. От друга, той е срочна сделка за доставка на базов актив на определена бъдеща дата и на определено място. Не е задължително в момента на сключването на форуърдния договор базовия актив да е част от патримониума на продавача. Изпълнението на договора предполага прехвърляне на собствеността върху базовия актив на купувача, на предварително определена дата и място. От трета, форуърдния договор показва известно сходство с фючърския, и двата са срочни сделки, по които страните поемат безусловно задължението да купят, респ. да продадат, определен базов актив по предварително определена цена, наричана форуърдна, респ. фючърска цена на определена дата. Купувачът на базовия актив печели при увеличаване на цената му на съответния капиталов пазар, на който се търгува, обратно, продавачът на базовия актив губи при увеличаване на тази цената.

Приема се, че форуърдния договор се сключва предимно извън регулираните пазари, докато фючърските договори се предлагат предимно на регулираните пазари. Когато форуърдния договор не се търгува на регулираните пазари, страните по него – продавач и купувач – са индивидуализирани. Докато сключването на фючърските договори на регулирания пазар е опосредено от съответни посредници и крайните купувач и продавач, които са неизвестни до момента на изпълнението (или нулирането ѝ). Условието на форуърдия договор не са стандартизирани, те се договарят индивидуално между страните.

Финансистите приемат, че фючърския договор, за разлика от форуърдния, е свързан с по-малко разходи за реализацията му, защото условията не се уговарят лично между страните, т.е. те са стандартизирани. При форуърдния договор, преди

датата на доставка на базовия актив, не се налага плащане между страните под формата на гаранционен депозит (маржин). Това определя и по-високия кредитен риск на форуърдния договор. Рискът се изразява във възможността на насрещната страна да купи същия или подобен базов актив на друга цена и по този начин да не изпълни задължението си по форуърдния договор. За да се предотврати този риск, в договора може да се предвиди задължение за поддържане на компенсационна сметка или да се предостави обезпечение.

*Заключителна част, достигнати изводи:*

**Първо,** *Финансовите деривати са мощен инструмент както за управление на риска, така и за извличане на спекулативни печалби. Те имат своя „принос“ за възникване на редица финансови кризи и сътресения по света, тъй като са и средство за избягване на редица национални ограничения. От финансово-правна гледна точка те се използват повече за спукелации и хеджинг и по-малко за арбитраж. В този аспект, те могат да се тълкуват и като „опасни хипер финанси“;*

**Второ,** *Комплексният подход на тълкуване на финансовите инструменти и сделки с тях изисква те да се разглеждат като определен тип договор или контракт, като субективно право или правно задължение (дериватен финансов инструмент), имащи срочен характер. Според нас, само по този начин попълно, органически аргументирано и цялостно ще се разкрие тяхната същност, характерни черти и опасност;*

**Трето,** *Новите европейски регулации на операциите с финансови деривати, новия регламент за късите продажби и суаповете за кредитно неизпълнение, и мерките срещу пазарните злоупотреби с финансови инструменти изискват по нов начин да се погледне към европейската хармонизация на финансовите пазари. Новият подход изисква материята да се разглежда комплексно, от финансово-правна точка като се акцентира на решаването на дълговите проблеми на Еврозоната. Може да се каже, че те възникват и се развиват във времето и от не регламентирания, спекулативно използване на финансовите деривати.*

#### **Литература и web-сайтове:**

- [1] Димов, С. ДЕРИВАТИТЕ – рисков и печеливш бизнес. Изд. „Абагар“, 1997, с. 26-33 „Опасни ли са дериватите?“
- [2] Димов, С. Алтернативата „американски счетоводни принципи – международни счетоводни стандарти“ при отчитане на финансовите деривативи. Сп. „Български счетоводител“ №7, 2002.
- [3] Касабова, К. Правни аспекти на финансовите инструменти. ИК „Труд и право“, С., 2007.
- [4] Диков, Л. Курс по търговско право. Ш-то Фототипно издание Том I, С., 1992.
- [5] Попов С. По някои проблеми на правната същност и данъчното облагане на опцията. Кн. 5, Lex.bg,
- [6] Конов Т. Някои критични разсъждения върху българската доктрина по предварителния договор. Търговско право, 2003, №6
- [7] Хаджова, Н. Защита срещу злоупотреби с финансови инструменти. [http://www.dnevnik.bg/dnevnikplus/2006/10/29/290114\\_zashhita\\_sreshtu\\_zloupotrebi\\_s\\_finansovi\\_instrumenti/](http://www.dnevnik.bg/dnevnikplus/2006/10/29/290114_zashhita_sreshtu_zloupotrebi_s_finansovi_instrumenti/)
- [8] [www.businessdictionary.com/definition/financial-instrument.html](http://www.businessdictionary.com/definition/financial-instrument.html)/ FINANCIAL INSTRUMENT. Definition
- [9] "Directive 2004/39/EC". Official Journal of the European Union. 2004. "Directive 2008/10/EC". Official Journal of the European Union. 2008. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:076:0033:0036:EN:PDF>.