

ЮГОЗАПАДЕН УНИВЕРСИТЕТ
„НЕОФИТ РИЛСКИ“ – БЛАГОЕВГРАД

ПРАВНО-ИСТОРИЧЕСКИ ФАКУЛТЕТ
КАТЕДРА „ГРАЖДАНСКОПРАВНИ НАУКИ“

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т

на дисертационен труд на тема:

**ПРАВЕН РЕЖИМ НА ПРЕДПРИЯТИЯТА
ЗА КОЛЕКТИВНО ИНВЕСТИРАНЕ**

за присъждане на образователна и научна степен „доктор”
по научна специалност „Гражданско и семейно право”

на

Димитрина Илиева Гогужева

Научен ръководител:
доц. д-р Рая Илиева

Благоевград
2016

Дисертационният труд е предварително обсъден и предложен за защита на заседание на съвета на катедра „Гражданскоправни науки“ на Правно-исторически факултет на Югозападен университет „Неофит Рилски“ Благоевград, проведено на 10.06.2016 г.

Публичната защита ще се състои на 12.09.2016 г. в УНСС, зала 2032А, начало 15:00 часа на открито заседание на научно жури в състав:

Вътрешни членове: доц. д-р Рая Илиева – рецензия, доц. д-р Александър Иванов – становище

Резервен член – доц. д-р Солунка Попова.

Външни членове: проф. д-р Симеон Тасев – рецензия, доц. д-р Божанка Неделчева – становище, доц. д-р Захари Торманов – становище

Резервен член – доц. д-р Мирослав Димитров.

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.

1. Актуалност на темата на изследване. Теоретична и практическа значимост на изследването.

Многообразието от финансовите инструменти способства за увеличаване на скоростта на оборота на капитала във високодоходни сфери от инвестиционната дейност, характеризирайки, по този начин, величината на пазарната стойност като най-чувствителният инструмент от пазарната конюнктура, оказващ влияние на крайната степен на ликвидност на даден актив. Широко разпространение в процеса на привличането на инвестиции в ЕС получи институтът за колективно инвестиране. Колективното инвестиране представлява схема за инвестиране, при реализацията на която, средства, вложени от частните инвеститори се акумулират в централизиран фонд, управляван от професионален участник на фондовия пазар, с цел тяхното последващо вложение за получаването на печалба. В научната юридическа литература се изтъква, че основните преимущества на колективното инвестиране са свързани с професионалното управление, диверсификация на активите, понижаване на загубите, както и с надеждността и достъпността за дребните инвеститори, което обосновава и актуалността на дисертационното изследване.

Макар и отдавна утвърдили се в световен план, някои от видовете предприятия за колективно инвестиране придобиха популярност в Република България едва през последните няколко години, а друга част от тях са в процес на навлизане на капиталовия пазар в страната. Въпреки своята доказана икономическа роля самостоятелното правно регламентиране на дейността на предприятията за колективно инвестиране в Република България е отскоро. Тя се урежда в приетия през 2011г. Закон за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране. Неговото приемане е продиктувано от необходимостта от имплементирането в българското законодателство на изискванията на Директива 2009/65/ЕО относно координирането

на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (Директива 2009/65/ЕО). Проучването на юридическата литература показва, че отсъстват цялостни изследвания върху правното уреждане на дейността на предприятията за колективно инвестиране, в частност и на колективното инвестиране.

2. Предмет и обект на изследването.

Обект на изследване е едно значимо явление на финансовите пазари в много страни по света, включително и в нашата страна, а именно предприятията за колективно инвестиране. При изследването във фокуса на внимание е нормативната уредба на тези предприятия. Затова за **предмет** на изследване са избрани съществени правни характеристики на правната уредба на предприятията за колективно инвестиране, регламентирани в Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране (ЗДКИСДПКИ).

Легална дефиниция за термина „предприятие за колективно инвестиране“ не съществува в *Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране*. В него са регламентирани отделните видове предприятия за колективно инвестиране. Единствено правното регулиране на дружествата със специална инвестиционна цел като вид предприятия за колективно инвестиране се съдържа в *Закона за дружествата със специална инвестиционна цел*. В тази връзка в дисертационния труд се сочи, че към настоящия момент в българската правна литература не е правено цялостно изследване на правната проблематика, касаеща предприятията за колективно инвестиране по ЗДКИСДПКИ.

Основната научноизследователска теза на дисертационния труд е, че част от правната уредба на предприятията за колективно инвестиране в Република България е синхронизирана с европейското законодателство в тази област и с тенденциите в него, като се отчитат икономическите специфики у нас предвид адекватността ѝ на интересите на икономически субекти и

чувствителността ѝ към промените в икономическата и политическа среда.

3. Цели и задачи на изследването.

Целта на дисертационния труд е да се направи цялостно проучване и правен анализ на отделните видове предприятия за колективно инвестиране, регламентирани и регулирани в Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране, както и да се посочат и анализират механизмите за защита на инвеститорите в предприятията за колективно инвестиране. Посочената цел има следните по-важни задачи:

- да се направи опит за извеждане на коректно определение на понятието предприятие за колективно инвестиране;
- да се изследват правните характеристики на основните видове предприятия за колективно инвестиране в Република България, включително да се разгледа: правния статут на управляващите ги дружества; инвестиционната политика на всеки един от тях поотделно; правната регламентация на публичното предлагане и обратното изкупуване на дялове на предприятията за колективно инвестиране; както и да се направи правна характеристика на фигурата на депозитаря;
- да се посочат законовите механизми за защита на инвеститорите, предвидени от регулаторните органи;
- да се анализира юридическата същност на предприятията за колективно инвестиране в качеството им на емитенти на финансови инструменти, като се разгледат основните законови положения при разкриването на информация, състоящо се в публикуването на проспект за публично предлагане на акции или дялове в предприятия за колективно инвестиране и в разкриването на регулирана информация за емитентите на съответните видове финансови инструменти, от гледна точка на отражението което имат върху цялостното развитие на финансово-инвестиционния процес;
- да се очертаят перспективи пред развитието и усъвършенстването на правната уредба на предприятията за колективно инвестиране в Република България като страна-

членка на Европейския съюз чрез извеждане на конкретни предложения *de lege ferenda*.

Предвид краткия период, изминал от приемането на ЗДКИСДПКИ до настоящия момент, както и съществуването на не голям брой предприятия за колективно инвестиране, е една от причините за липсата на достатъчно съдебна практика в областта на колективното инвестиране в Република България, която да бъде предмет на анализ в дисертационния труд. Предвиждането на законодателни мерки, насочени към насърчаване създаването на повече предприятия за колективно инвестиране, ще спомогне за установяването на устойчива тенденция за увеличаване на тези предприятия, което от своя страна ще допринесе за разширяване и обогатяване на съдебната практика по закона.

4. Методология на изследването.

В дисертационния труд са използвани редица общонаучни и специални методи на научно изследване, а именно: историко-правен анализ, нормативен анализ, сравнителноправен анализ, формално-логически и логико-юридически анализ. Използвани са и редица способности за тълкуване в правото – разширително, систематическо, логическо, граматическо.

Използването на метода на историко-правния анализ на наличната информация, касаеща предприятията за колективно инвестиране, е продиктувано от това, че проследяването на генезиса и развитието на дадена правна фигура спомага за обяснение на същностни нейни характеристики, особеностите и тенденциите в нейното развитие.

В изследването се ползва и метода на нормативния анализ. По този начин в текста се постига обособяване на самостоятелни смислови ядра, които в тяхната взаимовръзка и с помощта на метода на системно-структурния анализ образуват подреден и целенасочен научен продукт. Благодарение на използвания метод на системно-структурен анализ него се проверява верността на направените изводи относно обекта на изследване.

За целите на изследването основно е използван методът на сравнителноправния анализ като средство за обработка на наличната правна информация. Той е основополагащ за

извършения анализ по редица причини. На първо място спецификата и достиженията на редица правните системи в Европейския съюз, го правят задължителен при провеждането на каквото и да било съвременно изследване в българското право. Сравнителноправният анализ допринася значително за изясняване на най-съществените характеристики за дадена правна фигура и е от голяма полза за евентуално реформиране на нейните функции и задачи. Направен е сравнително-правен анализ на някои европейски и вътрешни правни норми, които регламентират отделните видове предприятия за колективно инвестиране.

Тези методи са използвани в синхрон с принципите на формално-логическия анализ. Приема се, че това е подход, който, допълвайки известния в наукознанието „принцип за гледната точка на изследователя“, в обществените науки води до постигане на обективни и логически непротиворечиви резултати. С помощта на формално-логическия и логико-юридическия метод поставените задачи са изяснени в своята цялост и е направен опит да се обосноват изводи с теоретично и научно-приложно значение.

В дисертационното изследване като **основни работни понятия** са използвани няколко такива:

1. *Предприятие за колективно инвестиране, което не е от затворен тип* – не е дефинирано от Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране. Следвайки логиката на законодателя, в изследването се приема, че то е инвестиционно дружество, договорен фонд или дялов тръст, чиято цел е колективно инвестиране на средства, набрани чрез публично предлагане на дялове, което действа на принципа на разпределение на риска и по искане на притежателите на такива дялове пряко или непряко изкупува обратно своите дялове по цена, основаваща се на нетната стойност на активите му. Посочената дефиниция е регламентирана в чл. 77ш, регламентира, т. 8 от Закона за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК).

2. *Предприятие за колективно инвестиране от затворен тип.* В ЗДКИСДПКИ няма посочена легална дефиниция за този вид

предприятие. По смисъла на законовите разпоредби под „предприятие за колективно инвестиране от затворен тип“ се разбира национални инвестиционни фондове от затворен тип, учредени като национални инвестиционни дружества от затворен тип или национални договорни фондове от затворен тип, както и алтернативни инвестиционни фондове, учредени под юридическата форма на национални инвестиционни фондове от затворен тип, чиито акции не подлежат на обратно изкупуване.

3. Предвид липсата на легално определение за „предприятие за колективно инвестиране“ в Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране, в дисертационния труд се структурира, въвежда и използва: *„Предприятие за колективно инвестиране е инвестиционно дружество, договорен фонд, отворено или затворено национално инвестиционно дружество или отворен или затворен национален договорен фонд, алтернативен инвестиционен фонд, чиято цел е колективно инвестиране на набраните чрез публично предлагане парични средства в прехвърляеми ценни книжа или в други ликвидни финансови активи, което действа на принципа на разпределение на риска.“*

4. Под „правноорганизационни форми на предприятие за колективно инвестиране“ следва да се разбира колективна инвестиционна схема, учредена като инвестиционно дружество или като договорен фонд, както и национални инвестиционни фондове, учредени като национални инвестиционни дружества от отворен или затворен тип, или национални договорни фондове от отворен или затворен тип.

3. Дялове на предприятие за колективно инвестиране – са финансови инструменти, а също и акции, издадени от колективна инвестиционна схема, които изразяват правата на техните притежатели върху нейните активи.

Изследването обхваща периода от приемането на Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране през 2011 г. до неговото изменение, обнародвано в ДВ, бр. 34 от 12 май 2015 г.

Източници на изследването: В разработването на дисертационния труд са изследвани и анализирани действащите

разпоредби на нормативни актове (законови и подзаконови) на национално и европейско ниво, регламентиращи дейността на предприятията за колективно инвестиране, както и научни разработки от различни автори в правната и в икономическата литература.

5. Обем и структура на изложението.

Дисертационният труд е в обем от 231 страници, включващ: увод; съдържание; три глави; заключение; библиографска справка на използваната литература. Направени са 300 бележки под линия. Библиографската справка съдържа 101 заглавия на български, английски и руски език, нормативни актове и интернет източници.

В структурно отношение дисертационният труд се състои от увод, използвани съкращения, съдържание, изложение в три глави, заключение и библиография. В структурата на всяка глава са обособени параграфи, означени с арабски цифри и подзаглавия.

II. СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.

Глава първа ПОНЯТИЕ И ИСТОРИЧЕСКО РАЗВИТИЕ НА ПРЕДПРИЯТИЯТА ЗА КОЛЕКТИВНО ИНВЕСТИРАНЕ

В първа глава се проследява историческото развитие на предприятията за колективно инвестиране в САЩ, Европа и в Република България. Анализирани са предпоставките, обосноваващи създаването и приемането на ЗДКИСДПКИ. Посочени са регламентираните в ЗДКИСДПКИ легалните определения на отделните видове предприятия за колективно инвестиране и въз основа на тях е изведена работна дефиниция за предприятие за колективно инвестиране. В края на първа глава е направено отграничение от други предприятия за колективно инвестиране – дялов инвестиционен тръст, дружества за инвестиране в недвижима собственост и хедж фондовете.

Тази глава съдържа три точки с подточки.

1. Историческо развитие на предприятията за колективно инвестиране.

Историческите изследвания, имащи за обект еволюцията на финансовите процеси, не са единодушни по отношение на началния момент, който може да се счита за дата на създаване на предприятията за колективно инвестиране.¹

1.1. Възникване и развитие на предприятията за колективно инвестиране в САЩ.

В САЩ началото на съвременните колективни инвестиционни схеми и по-специално инвестиционни фондове от отворен тип (или т.нар. отворените доверителни фондове, известни с наименованието си mutual funds) се полага с основаването на „Massachusetts Investor's Trust“ в Бостън през 1924 г., което се счита за неоспоримо доказателство за начало на нов етап в развитието на колективното инвестиране.² Той притежава всички характеристики на един съвременен фонд за колективно инвестиране в ценни книжа – ниски разходи по инвестиране, ликвидност, професионален мениджмънт, изчисляване на нетна стойност на активите и определяне на богатството на инвеститорите в зависимост от нея, възможност за изтегляне на инвестицията по всяко време и др.³

1.2. Възникване и развитие на предприятията за колективно инвестиране в Европа.

В тази подточка се проследява възникването и историческото развитие на предприятията за колективно инвестиране в Европа. Прегледът на литературата показва, че в исторически план възникването на взаимните инвестиционни фондове се свързва с

¹ Георгиев, Кр., Еволюционни характеристики на колективните схеми за инвестиции в ценни книжа“, Народно стопански архив, 2009, бр. 1, с. 82

² Георгиев, Кр., цит. съч., с. 86

³ Георгиев, Кр., Еволюционни характеристики на колективните схеми за инвестиции в ценни книжа, Народно стопански архив, 2009, бр. 1, с. 85. Така и Lowenstein, L., N. Barsky, The Investor's Dilemma: How Mutual Fund Are Betraying Your Trust And What To Do About It, John Wiley and Sons, 2008, p. 11-12

набиране на средства за мащабни държавни проекти⁴, за целите на търговията или за разработване на плантации в колониални владения. В правната литература⁵ се посочва, че първообразите на съвременните фондове за инвестиране в ценни книжа са възникнали във Великобритания и Холандия⁶, които изпълняват следните основни икономически функции: 1) Набиране на широк кръг от участници – инвеститори; 2) Инвестиране на набраните средства в ценни книжа, главно в облигации; 3) Изплащане на фиксиран (4-процентов) дивидент на инвеститорите.

1.3. Възникване и развитие на предприятията за колективно инвестиране в Република България.

В България, основата, върху която се гради и развива колективното инвестиране, са Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (ЗЦКФБИД)⁷ и Закона за приватизационните фондове (ЗПФ).⁸ Появата на българските инвестиционни дружества, а впоследствие и на договорните фондове е логична и закономерна стъпка в развитието на българския капиталов пазар.

С приемането на ЗППЦК и въвеждането на Дял IV от закона относно инвестиционните дружества от отворен и от затворен тип е предприета най-сериозната крачка в посока към хармонизация на уредбата на българските колективни инвестиционни схеми с тази на Европейския съюз (Директива 85/611/ЕЕС).⁹

Следваща стъпка в развитието на предприятията за колективно инвестиране в нашата страна се свързва с приемането на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДСИЦ),¹⁰ който регламентира дружества със специална

⁴ Lowenstein, L., Barsky, N. и Йорданов, Й.

⁵ Йорданов, Й., Инвестиционни фондове, Варна, 2002, с. 7

⁶ Flower, J. F., American Investment Trusts, Ayer Publishing, 1975, p. 1-3

⁷ Обн. ДВ, бр. 63 от 1995 г.

⁸ Обн. ДВ, бр. 1 от 1996г.

⁹ Кръстев, П., цит. съч.

¹⁰ Обн., ДВ, бр. 46 от 30 май 2003 г.

инвестиционна цел (ДСИЦ) като вид предприятия за колективно инвестиране.

В тази подточка са разгледани предпоставките за създаване и приемане на Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране (ЗДКИСДПКИ). Неговото приемане,¹¹ от една страна, е свързано с необходимостта от имплементирането в българското законодателство на изискванията на Директива 2009/65/ЕО относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа и съответно от адаптиране на националното законодателство към променящата се икономическа среда. От друга страна, с приемането на ЗДКИСДПКИ, българският законодател цели да обособи уредбата на дейността на колективните инвестиционни схеми (КИС) в отделен закон и отделянето ѝ от ЗППЦК, като същевременно с това се доразвиват и усъвършенстват елементите на действащата им правна уредба. През 2013 г. със Закон за изменение и допълнение¹² на ЗДКИСДПКИ са приети съществени промени в закона, продиктувани от необходимостта от транспониране в българското законодателство на изискванията на Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 г. относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове, като по този начин се повиши защитата на инвеститорите и на правната сигурност и се създадоха по-добри условия за достъп на бизнеса до финансиране от капиталовите пазари.

2. Понятие за предприятие за колективно инвестиране.

В тази точка са разгледани съществуващите легалните дефиниции за понятието „предприятие“, посочени в различни нормативни актове – чл. 1, ал. 3, чл. 15, чл. 61 и чл. 62 от Търговския закон, § 1, т. 7 от Закона за защита на конкуренцията. В ЗДКИСДПКИ не съществува легална дефиниция за понятието

¹¹ Обн., ДВ, бр. 77 от 4 октомври 2011 г., изм. и доп. ДВ, бр. 21 от 13 март 2012 г.

¹² Обн. ДВ, бр. 109 от 20.12.2013 г.

„предприятие за колективно инвестиране“. В ЗППЦК в разпоредбата на чл. 77ш, ал. 1, т. 8 е дефинирано „предприятие за колективно инвестиране, което не е от затворен тип“, чийто анализ води до следните правни изводи:

1. Използването на понятието „предприятие“ не препраща към легалното определение за „търговско предприятие“ по чл. 15 от ТЗ. Всъщност целта е да се обобщи в една дефиниция персонифицираните (инвестиционните дружества) и неперсонифицираните (договорните фондове и дялови тръстове) образувания;¹³

2. Целта на тези предприятия е колективно инвестиране на набраните чрез публично предлагане на дялове средства;

3. Изкупуват обратно дяловете си;

4. Извършване на инвестиционната дейност на принципа на разпределение на риска.

Посочени са легалните дефиниции на всеки един от отделните видове предприятия за колективно инвестиране, регламентирани в чл. 4, ал. 1 (за колективните инвестиционни схеми), чл. 171, ал. 1 (за националните инвестиционни фондове), чл. 194, ал. 1 (за алтернативните инвестиционни фондове) от ЗДКИСДПКИ и чл. 3, ал. 1 от ЗДСИЦ (за дружествата със специална инвестиционна цел), въз основа на които е формулирано определение за предприятие за колективно инвестиране, което се използва за целите на научното изследване.

3. Отграничение от други предприятия за колективно инвестиране.

3.1. Дялов инвестиционен тръст. В българската правна система липсва правна уредба за „дялов инвестиционен тръст“, макар че в чл. 77ш, ал. 1, т. 8 от ЗППЦК се споменава за дялов тръст като една от формите, под която може да се учреди предприятие за колективно инвестиране, което не е от затворен тип. Тази правна форма е непозната в Република България.

¹³ Токушев, В., Дружества със специална инвестиционна цел, Сиби, София, 2012, с. 73

Инвестиционните тръстове са правна форма, характерна за страните от англосаксонската правна система. Тази форма на инвестиране е рядко срещана в континентална Европа.

Те притежават някои от особеностите на договорните фондове, но се отличават основно с това, че се учредяват за определен срок, а инвестиционния им портфейл е фиксиран и не се ребалансира често. Това означава, че те са самоуправляващи се, тъй като нямат управителен орган, подобно на инвестиционните дружества, или инвестиционния консултант, който непрекъснато да следи портфейла на тръста и да взема инвестиционни решения.¹⁴

3.2. Дружества за инвестиране в недвижима собственост.

В САЩ съгласно американското законодателство дружествата за инвестиране в недвижима собственост са вид колективна инвестиционна схема. Имат нормативно определени условия, с които следва да се съобразяват - да имат минимум 100 акционера, като доходите им трябва да са предимно от притежаване на недвижима собственост. Задължени са да разпределят минимум 90% от печалбата.

В Република България аналога на дружествата за инвестиране в недвижима собственост са дружествата със специална инвестиционна цел по ЗДСИЦ, които носят всички характерни белези и особености на обикновените акционерни дружества по ТЗ. Една от особеностите на ДСИЦ е, че издадените от тези дружества акции не подлежат на обратно изкупуване, поради което те не попадат в обхвата на понятието за колективна инвестиционна схема.

ДСИЦ се квалифицират като предприятия за колективно инвестиране съгласно чл. 263 от ЗДКИСДПКИ. Всичко извън инвестирането се извършва от обслужващи дружества и в този смисъл ДСИЦ не би следвало да имат собствен персонал, като единствените лица, които управляват набраните средства, са мениджърите на дружеството. Тази структура много наподобява

¹⁴ Пътев, П., Канарян, Н., Йорданов, К., Стефанов, В., Новаков, Б., цит. съч., с. 304

на договорен фонд, който се управлява от управляващо дружество.¹⁵ Друга особеност в полза на определянето им като предприятия за колективно инвестиране е предвидения ред за разпределяне на дивидент и облагането им с данъци. ДСИЦ имат законово определено задължение да разпределят 90 на сто от печалбата за финансовата година като дивидент и не се облагат с данък по смисъла на чл. 175 от Закона за корпоративното подоходно облагане.

3.3. Хедж фондове.

В българското законодателство не се съдържа правна регламентация на хедж фондовете. Понятието „хедж“¹⁶ фонд“ няма легална дефиниция, но може да се определи като: специализирано, подложено на различни вариации, инвестиционно дружество от отворен тип, което позволява на управителя да използва многообразие от инвестиционни техники – обикновено забранени при другите видове фондове. Тези техники включват ползване на заеми, продажби на ценни книжа, които дружеството не притежава, покупка и продажба на опции. Хедж фондовете предлагат на инвеститорите възможности за извънредни печалби при поемане на риск над средното равнище.¹⁷ Хедж фондовете се характеризират като фондове за общи инвестиции, използващи ливъридж за увеличаване на възвръщаемостта, като може да осигурява по-привлекателно данъчно третиране и да скриват идентичността на инвеститора. В същността си обаче, за този тип инвестиционни фондове са характерни високо рискови експозиции, като се използват целенасочени спекулативни техники на принципа на облози върху контратенденции на капиталовите пазари. Хедж фондовете са един нов и модерен инструмент за инвестиране.

¹⁵ Токушев, В., цит. съч., с. 78

¹⁶ Понятието „хедж“ от английски език означава осигуряване, предпазване на една инвестиция от рискове, свързани с отрицателното развитие на икономическата среда, като например рязко падане на курса на акциите, изменения на обменния курс, промяна на основния лихвен процент и т.н.

¹⁷ Танушев, Хр., цит. съч., с. 54

Глава втора

ВИДОВЕ ПРЕДПРИЯТИЯ ЗА КОЛЕКТИВНО ИНВЕСТИРАНЕ

Глава втора на дисертационния труд е посветена на отделните видове предприятия за колективно инвестиране, регламентирани в ЗДКИСДПКИ. Тази глава включва две точки, всяка от които съдържа подточки.

1. Колективни инвестиционни схеми.

Терминът *колективна инвестиционна схема* се отнася за форма на инвестиция, чрез която средствата на голям брой инвеститори се събират в един обединен фонд. По този начин много на брой инвеститори влагат своите спестявания в един голям инвестиционен фонд с цел да извлекат полза от професионалното управление и от диверсификацията на риска, която се постига чрез участие в по-голямо разнообразие от инвестиции.¹⁸

В тази точка са анализирани двете легални дефиниции за колективна инвестиционна схема, съдържащи се в чл. 4, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ и в §1, т. 10 от ДР на закона. Посочени са основните предимства на инвестирането в КИС. Разгледани са двата основни критерия (пазарен риск и географски/валутен риск) за класификация на КИС съобразно приетата от Българската асоциация на управляващите дружества (БАУД) методология за класификация на КИС, която е изготвена въз основа на правилата на Европейската Федерация на Инвестиционните Фондове.

1.1. Договорни фондове.

В тази подточка е анализирана легалната дефиниция за договорен фонд (ДФ). По смисъла на закона, ДФ е предприятие за колективно инвестиране, чийто единствен предмет на дейност е колективно инвестиране в прехвърляеми ценни книжа или други ликвидни финансови активи, изброени в чл. 38, ал. 1, на

¹⁸ Петранов, С., Инвестиции. Теория и практика на финансовите инструменти и пазари, Класика и стил, София, 2010, Първо издание, с. 446

парични средства, набрани чрез публично предлагане, което действа на принципа на разпределение на риска.

1.1.1. Учредяване на договорния фонд.

ДФ като вид колективна инвестиционна схема представлява обособено имущество. По своята правна същност ДФ е неперсонифициран, за което свидетелства и приложимостта на разпоредбите на раздел XV „Дружество“ от Закона за задълженията и договорите,¹⁹ с изключение на изрично посочените в чл. 5, ал. 2 от ЗДКИСПКИ разпоредби от ЗЗД, които не намират приложение спрямо фонда. Указаното в ЗДКИСПКИ препращане към правната уредба на гражданското дружество дава основание в правната литература договорният фонд да бъде определен като многостранен договор, по силата на който две или повече лица се съгласяват при условията на публично предлагане да обединят своите средства за постигане на една обща инвестиционна цел, дефинирана в проспекта на фонда за публично предлагане на дяловете му (аргумент от чл. 357 от ЗЗД, във връзка с чл. 5 от ЗДКИСПКИ).²⁰ Счита се за учреден с вписването му в регистъра по чл. 30, ал. 1 от Закона за Комисията за финансов надзор.

1.1.2. Издаване на разрешение за организиране и управление на договорния фонд.

Тъй като договорния фонд няма самостоятелни органи за управление, то дейността му се организира и управлява само от управляващо дружество (УД) съгласно правилата на фонда (чл. 5, ал. 4 от ЗДКИСПКИ). За тази цел е необходимо получаване на разрешение от Комисията за финансов надзор (КФН) за организиране и управление на договорен фонд (чл. 6, ал. 1 от ЗДКИСПКИ). Разгледана е процедурата по получаване на

¹⁹ Джилизов, В., Правно положение на договорните фондове по новия Закон за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране, сп. „Търговско и конкурентно право“, 2011, бр. 12, с. 24

²⁰ Джилизов, В., цит. съч., с. 24

разрешение от КФН за извършване на дейност като договорен фонд, като в тази връзка са разгледани детайлно основания за отказ от издаване на разрешение и тези за отнемане на полученото разрешение.

1.2. Инвестиционни дружества.

От анализа на легалното определение за ИД може да се направи извода, че то се състои от три елемента: 1) инвестиране на парични средства в прехвърляеми ценни книжа или други ликвидни финансови активи, изчерпателно изброени в чл. 38, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ; 2) паричните средства, които се инвестират в ценните книжа или други ликвидни финансови активи, се набират чрез публично предлагане; 3) извършване на инвестиционната дейност на принципа на разпределение на риска.

Тъй като ИД може да финансира дейността си единствено като набира парични средства чрез публично предлагане, то това го дефинира като *емитент по занятие*.²¹ Същевременно ИД притежава и качеството на *инвеститор по занятие*, което произтича от факта, че законодателят не дава свобода за преценка относно инвестирането на привлечените парични средства. ИД инвестира привлечените парични средства в прехвърляеми ценни книжа или в други ликвидни финансови активи, подробно изброени в чл. 38, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ. По този начин дружеството се „самоограничава“ в инвестициите си, като е длъжно да насочи инвестиционния си интерес към висококачествени финансови инструменти.²²

1.2.1. Учредяване на инвестиционното дружество.

Съгласно разпоредбата на чл. 5, ал. 3 от ЗДКИСДПКИ, ИД се учредява на учредително събрание в правноорганизационната форма на акционерно дружество и е със седалище в Република България. ИД като акционерно дружество възниква по лицензионната система. За учредяването на ИД е необходимо да

²¹ Касабова, К., Правни аспекти на финансовите инструменти, ИК „Труд и право“, София, 2007, с. 321

²² Касабова, К., цит. съч., с. 321-322

бъдат извършени предвидените в закона определени действия в установена последователност. Разгледана е подробно процедурата по неговото учредяване, посочено е съдържанието на неговия устав, размер на капитала.

1.2.2. Издаване на лиценз за извършване на дейност като инвестиционно дружество.

Инвестиционното дружество е от този тип дружества, които, за да извършват правомерно дейност като инвестиционно дружество е необходимо да получат лиценз. Лицензионният режим е иманентно присъща характеристика²³ на ИД, чиято правна регламентация е дадена в ЗДКИСДПКИ и е предназначен да осигури защита на инвеститорите. Лицензионният режим обхваща както предварителния контрол в рамките на производството по издаване на лиценз, така и последващия контрол по отношение на съответствието на извършваната дейност с изискванията на ЗДКИСДПКИ и актовете по прилагането му. Анализирана е процедурата по издаване на лиценз за извършване на дейност като инвестиционно дружество, включително основанията за отказ за издаване на лиценз, както и тези за отнемане на лиценз.

1.2.3. Управление на дейността на инвестиционното дружество.

Законодателят е създал сложна правна конструкция за управлението на дейността на ИД.²⁴ Те се управляват по едностепенна система за управление, но техният съвет на директорите на практика не разполага с никакви управленски правомощия в сферата на управлението на финансово-инвестиционната дейност на дружеството, тъй като то винаги се осъществява на базата на сключен договор със специално избрано управляващо дружество по смисъла на дял втори от ЗДКИСДПКИ и на основание изричното правило на чл. 5, ал. 4 от

²³ Станчева-Минчева, В., Правно положение на инвестиционното дружество от отворен тип според Закона за публично предлагане на ценни книжа, Търговско право, 2000, бр. 4, с. 73

²⁴ Касабова, К., цит. съч., с. 324

ЗДКИСДПКИ.²⁵ Чрез фигурата на управляващото дружество се създава специализирана, юридически независима структура за професионална инвестиционна дейност.²⁶ В тази връзка е важно да се посочи, че по силата на разпоредбата на чл. 31 от ЗДКИСДПКИ, ИД не може да упражнява контрол върху управляващото дружество.

По отношение на регламентираната управленска система на ИД в дисертационния труд е подкрепено становището за предимствата на тази система на управление пред „класическата“, защото управляващите дружества разполагат с необходимата организация и ресурси за вземане адекватни управленски инвестиционни решения, като по този начин се ограничава риска от финансови загуби на дружеството и се осигурява висока степен на защита на интересите на акционерите.

1.3. Задължение за публично предлагане и обратно изкупуване на дялове на колективна инвестиционна схема.

Разгледана е правната регламентация на институтите на публично предлагане и обратно изкупуване на дялове на колективна инвестиционна схема. В тази връзка е изяснено понятието „дялове на колективна инвестиционна схема“, които притежават всички правни характеристики на финансовите инструменти и поради това българският законодател ги третира като финансови инструменти, различни от ценните книжа. Посочено е законоустановеното съдържание на проспекта за публично предлагане на дялове, който се публикува, само ако КФН е издала лиценз за извършване на дейност като инвестиционно дружество, съответно разрешение за организиране и управление на договорен фонд. Разгледана е също формата и необходимото съдържание на документа с ключова информация за инвеститорите.

Предмет на анализ е и опцията за обратно изкупуване на дяловете на КИС. Освен, че колективната инвестиционна схема е задължена постоянно да предлага дяловете си на инвеститорите,

²⁵ Ланджев, Б., Правни проблеми на финансовото инвестиране, Нова звезда, София, 2014, с. 243

²⁶ Касабова, К., цит. съч., с. 326

то при отправено искане от страна на притежателите на дялове, колективната инвестиционна схема ги изкупува обратно, по цена, основаваща се на нетната стойност на активите на схемата. Възможността за обратно изкупуване гарантира гъвкавост и свобода на инвестирането. Предвид посочено опцията за обратно изкупуване не съществува само в условията на възход на капиталовия пазар, а и при неговия спад, като независимо от движението на пазара законодателят гарантира интересите на притежателите на дялове чрез опцията за обратно изкупуване, а задължение на компетентния орган е да осъществява държавния надзор за спазване на закона. Тук са разгледани и хипотезите, при които КИС спира временно обратното изкупуване на дяловете.

1.4. Борсово търгувани фондове.

Анализирана е посочената в § 1, т. 25 от ДР на ЗДКИСДПКИ легална дефиниция за борсово търгуван фонд. Посочени са нормативно определени изисквания, регламентирани в чл. 24а, ал. 1, т. 1 и 2 от ЗДКИСДПКИ, при които акциите и дяловете на колективната инвестиционна схема се допускат до търговия и могат да бъдат търгувани на регулиран пазар или на многостранна система за търговия. В заключение са изведени основните предимства в инвестирането в такива фондове.

1.5. Главна и захранваща колективна инвестиционна схема.

Разгледани са легалните определения за главна и захранваща КИС съответно по чл. 68, ал. 1 и чл. 67, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ. По съображения, свързани със защита на инвеститорите и с цел подобратата им информираност, главната и захранващата КИС подписват споразумение помежду си за обмен на информация, чието нормативно определено съдържание е детайлно анализирано. Отношенията между депозитарите, както и отношенията между одиторите на главната и захранващата КИС се уреждат на основата на сключено помежду им споразумение за обмен на информация в случаите, когато депозитарите и одиторите на схемите са различни.

2. Други предприятия за колективно инвестиране.

2.1. В тази подточка е анализирана легалната дефиниция за националните инвестиционни фондове (НИФ), посочена в чл. 171, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ. От анализа на цитираната разпоредба се направи заключение, че националните инвестиционни фондове могат да бъдат както юридически лица – акционерни дружества (национални инвестиционни дружества), така и да не бъдат организирани като юридически лица (национални договорни фондове), а като граждански дружества по смисъла на чл. 357 и сл. от ЗЗД.²⁷

2.1.1. Правна характеристика на националните инвестиционни дружества.

Съгласно разпоредбата на чл. 171, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ националните инвестиционни дружества (НИД) биват от отворен тип и от затворен тип.²⁸ Според легалното определение за НИД, дадено в чл. 171, ал. 4 от ЗДКИСДПКИ, то е акционерно дружество с едностепенна система на управление, което се учредява на учредително събрание и чийто единствен предмет на дейност е инвестиране в прехвърляеми ценни книжа и други ликвидни финансови активи на парични средства, набрани чрез публично предлагане на акции, което действа на принципа на разпределение на риска.

Разглежда се начина на учредяване на НИД от отворен и от затворен тип, като се посочва съдържанието на устава НИД от отворен тип и от затворен тип, размерът на записания капитал на двата вида дружества и какъв процент от него трябва да бъде внесен преди подаване на заявлението до КФН за издаване на лиценз за извършване на дейност като НИД.

Анализира се предмета на дейност на НИД, който се състои в инвестиране в прехвърляеми ценни книжа и други ликвидни

²⁷ Ланджев, Б., цит. съч., с. 215 – с. 216

²⁸ Правният режим на инвестиционните дружества наподобява националните инвестиционни дружества от затворен тип. За правния режим на инвестиционните дружества вж. Касабова, К., Правни аспекти на финансовите инструменти, ИК „Труд и право“, с. 335

финансови активи. По същността си той е изключителен и несъвместим с нито една друга дейност

Детайлно се разглежда процедурата по издаване на лиценз на НИД, като се посочват основанията, въз основа на които КФН отказва издаването на лиценз, а също и основанията за отнемане на вече издадения лиценз.

Разгледан е институтът на публичното предлагане на акции. Посочено е и съдържанието на проспекта за публично предлагане акции на НИД от отворен и затворен тип. Изтъква се една от съществените разлики между националните инвестиционни фондове (НИФ) от отворен тип и националните инвестиционни фондове от затворен тип, която се състои в невъзможността на акциите или дялове на националните инвестиционни фондове от затворен тип да бъдат обратно изкупувани при условията и по реда, приложим при националните инвестиционни фондове от отворен тип.

2.1.2. Правна характеристика на националните договорни фондове.

Националните договорни фондове се организират под формата на граждански дружества по смисъла на чл. 357 и следващите от ЗЗД. Националният договорен фонд (НДФ) по смисъла на чл. 171, ал. 5 от ЗДКИСДПКИ представлява обособено имущество, чиято цел е колективно инвестиране на паричните средства, набрани чрез публично предлагане на дялове в прехвърляеми ценни книжа и други ликвидни финансови активи. За него се прилагат разпоредбите на глава XV „Дружество“ от ЗЗД, с изключение на разпоредбите на чл. 359, ал. 2 и ал. 3, чл. 360, чл. 362, чл. 363, б. „в“ и „г“ и чл. 364, доколкото в ЗДКИСДПКИ или в правилата на договорния фонд не е предвидено друго.

За извършване на дейност законът изисква издаване на разрешение за организиране и управление на НДФ, поради което се разглежда процедурата по издаване на разрешение от КФН, като се посочват и основанията за отказване издаването на разрешение и тези за отнемане на издадено разрешение за организиране и управление на НДФ. Едновременно с издаването на разрешението за организиране и управление на НДФ на УД

или на лицето, управляващо алтернативни инвестиционни фондове, КФН потвърждава проспекта на НДФ и документа с ключова информация за инвеститорите на НДФ от отворен тип. С вписването на НДФ в регистъра по чл. 30, ал. 1 от ЗКФН, той се счита за учреден.

След издаване на разрешение за организиране и управление на НДФ и публикуването на проспекта се допуска публично предлагане на дяловете на НДФ. В тази връзка се посочва основната разлика между НДФ от отворен тип и НДФ от затворен тип, която се състои в това, че дяловете на НДФ от отворен тип могат да бъдат предлагани само на територията на Република България, докато дяловете на НДФ от затворен тип могат да бъдат предлагани на територията на други държави членки при спазване на изискванията, установени в глава шеста от ЗППЦК.

2.1.3. Управление на националните инвестиционни фондове.

Съгласно чл. 172 от ЗДКИСДПКИ, НИФ се управлява само от управляващо дружество, а когато са налице условията на чл. 197, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ (в разпоредбата са посочени условията, при които в зависимост от стойността на активите на алтернативните инвестиционни фондове, лице със седалище в Република България, което е получило лиценз за управление на такива фондове, може да управлява) – от лице, получило лиценз за управление на алтернативни инвестиционни фондове. С ал. 3 на чл. 172 е дадена възможност на НИД от затворен тип да вземе решение да се управлява от съвета на директорите, а да не възлага управлението си на управляващо дружество или на лице, управляващо алтернативни инвестиционни фондове. В този случай, дружеството сключва договор с лице по чл. 12 от Закона за пазарите на финансови инструменти (ЗПФИ), което има право за извършва инвестиционни консултации.

2.1.4. Изисквания към дейността на националните инвестиционни фондове.

При осъществяване на дейността си националното инвестиционно дружество действа на принципа на разпределение

на риска. Инвестиционният риск се разпръсва между множество емитенти на ценни книги и други финансови инструменти, като се избягват рискови концентрации.²⁹

Посочват се видовете активите, в които могат да инвестират националните инвестиционни фондове като цяло. Те могат да инвестират в надлежно набраните от своите инвеститори парични средства във финансови инструменти без ограничение във вида им, в сертификати върху ценни (благородни) метали и във влогове в банки, платими при поискване или при които съществува правото да бъдат изтеглени по всяко време, при уредените в закона условия за това.³⁰ Националните инвестиционни фондове са длъжни при инвестиране във финансови инструменти да спазват редица законови ограничения, детайлно регламентирани в чл. 187, ал. 1, 2 и 3 от ЗДКИСДПКИ, като е определен размер на тези ограничения в процент от активите на националните инвестиционни фондове.

Законодателят въвежда с разпоредбата на чл. 175, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ изрична забрана националното инвестиционно дружество да издава облигации и други дългови ценни книжа. Това е така, защото законът не допуска националните инвестиционни фондове да ползват заеми, а по своята същност облигациите представляват дългови задължения.

2.2. Алтернативни инвестиционни фондове.

В тази подточка се разглежда правната регулация на лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (АИФ) и на управлението на тези фондове. Въвеждането на разпоредбите за АИФ в ЗДКИСДПКИ е в резултат и в изпълнение на ангажимента на Република България за имплементиране в българското законодателство на изискванията на Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 г. относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (Директива 2011/61/ЕС).

²⁹ Касабова, К., цит. съч., с. 320

³⁰ Ланджев, Б., цит. съч., с. 246

Анализирант се определенията за АИФ в чл. 194, ал. 1 във връзка с ал. 4 от ЗДКИСДПКИ и в чл. 4, т. 1, б. „а“ от Директива 2011/61/ЕС и се посочват критериите, по които може да се дефинира едно предприятие за колективно инвестиране като АИФ, които най-общо са следните: 1) *Организационна форма* – всяко предприятие за колективно инвестиране, различно от колективна инвестиционна схема; 2) *Инвеститори* – повече от едно лице; 3) *Цел* – инвестиране на набраните средства в полза на инвеститорите, в съответствие с определена инвестиционна политика.³¹ Вследствие на очертаните общи характеристики и различия между определенията за АИФ по ЗДКИСДПКИ и Директива 2011/61/ЕО, може да се направи извода, че обхватът на правния режим на АИФ е практически неограничен, стига да става дума за колективно инвестиране³² и АИФ може да бъде организиран, както под каквато и да е друга правна форма на колективно участие.

2.2.1. Правен режим на лицето, управляващо АИФ.

Лице, управляващо АИФ може да бъде само юридическо лице, чийто основен предмет на дейност е управлението на един или повече АИФ. По смисъла на чл. 195, ал. 2 от ЗДКИСДПКИ лице, управляващо АИФ може да бъде: 1) лице, различно от управлявания АИФ, определено от алтернативния инвестиционен фонд или от лице, действащо от негово име, или 2) самият АИФ, когато правноорганизационната му форма позволява това и управителният му орган не е определил външно лице, действащо от негово име.

2.2.2. Издаване на лиценз за управление на алтернативни инвестиционни фондове и регистриране на лица, управляващи такива фондове.

Основният предмет на дейност на лице, управляващо АИФ, е управлението на един или повече АИФ. За извършване на

³¹ Краева, К., Димова, Д., Време ли е да се подготвите? Европейската директива за алтернативните инвестиционни фондове ще засегне почти всички участници на капиталовия пазар, в-к „Капитал“, 01.11.2013 г.

³² Ланджев, Б., цит. съч., с. 219

посочената дейност, лицето, управляващо АИФ, е необходимо да получи лиценз или да бъде регистрирано при спазване на изискванията на разпоредбите на чл. 201 и сл. от ЗДКИСДПКИ, регламентирани регистрацията на лица, управляващи АИФ, със седалище Република България, като тези процедури са подробно разгледани.

2.2.3. Изисквания към дейността на лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове.

Посочени са изискванията спрямо дейността на лицата, управляващи АИФ, в ЗДКИСДПКИ, които условно могат да бъдат групирани в две групи: 1) изисквания са свързани с лицата, управляващи АИФ; 2) изисквания към лицата, управляващи АИФ, във връзка с управляваните АИФ. Посочените групи изисквания са подробно разгледани и анализирани.

2.2.4. Задължение за разкриване на информация.

Задължението за разкриване на информация се нарича още „информационно“ задължение. В тази връзка важно значение има разпоредбата на чл. 239 от ЗДКИСДПКИ. Съдържанието на цитираната разпоредба предполага, че не е налице нормативно задължение за публикуването на проспект при публичното предлагане на дяловете на алтернативен инвестиционен фонд, особено ако те не се предлагат публично.³³ Въпреки че не се налага да се публикува проспект, юридическото задължение за разкриване на информация под каквато и да било форма си остава. Предназначението на въпросното разкриване на информация е свързано с дългосрочната защита на интересите на инвеститорите, които макар и професионални инвеститори се нуждаят от достъп до подробна информация, както за емитента, така и за неговите инвестиционни намерения.³⁴ Правилата за разкриване на информация са посочени в чл. 239 и сл. от ЗДКИСДПКИ, като самите разпоредби са многобройни и подробни.

³³ Ланджев, Б., цит. съч., с. 220

³⁴ Ланджев, Б., цит. съч., с. 220

2.2.5. Управление и публично предлагане на дялове или акции на алтернативни инвестиционни фондове.

Въпросът, който тук се изяснява е дали при предлагането на акции, съответно дялове на АИФ, следва да се публикува проспект да публично предлагане на дялове или акции. Анализирайки разпоредбата на чл. 194, ал. 4 от ЗДКИСДПКИ стигаме до извода, че задължение за публикуване на проспект ще е налице, ако АИФ е организиран под юридическата форма на публично дружество (приложими ще бъдат изискванията за проспект по реда на глава шеста от ЗППЦК), на НИФ от отворен тип (тогава към него ще се приложат изискванията за проспект по чл. 182, ал. 1 и 3 от ЗДКИСДПКИ) или на НИФ от затворен тип (приложими ще бъдат изискванията за публикуване на проспект по реда на глава шеста от ЗППЦК).³⁵ Когато АИФ е организиран под гореизброените юридически форми, той ще предлага своите акции, съответно дялове публично по смисъла на чл. 4, ал. 1 и ал. 2 от ЗППЦК.

Вследствие на анализ на цитирания чл. 194, ал. 4 от ЗДКИСДПКИ, може да се направи още един извод, който се състои в това, че ако АИФ бъде организиран под друга правна форма, позната³⁶ или непозната³⁷ на българската правна система, няма да има юридически основания за възникване на задължение за публикуване на проспект при предлагане на неговите дялове³⁸, още повече, че когато тяхното предлагане не е публично, а насочено към конкретно определени професионални инвеститори.

Общото правило, което може да се изведе от анализа на разпоредбите в ЗДКИСДПКИ, уреждащи предлагането на акции, съответно дялове на АИФ е, че предлагането се отнася **само** за професионални инвеститори по смисъла на § 1, т. 9 от ДР на

³⁵ Ланджев, Б., цит. съч., с. 220

³⁶ Напр. като дружество с ограничена отговорност, сключило специален договор за управление на активите му с лицето по чл. 195, ал. 2, т. 1 от ЗДКИСДПКИ

³⁷ Напр. като тръст, взаимен фонд, хедж фонд или колективен инвестиционен договор, съществуващи на основание на свободата на договаря по смисъла на чл. 9 от ЗЗД

³⁸ Ланджев, Б., цит. съч., с. 220

ЗПФИ. Освен на професионални инвеститори, няма законова забрана да бъдат предлагани дялове, съответно акции и на непрофесионални инвеститори по смисъла на § 1, т. 10 от ДР на ЗПФИ, ако компетентния орган на съответна държава издаде съответното разрешение.

В тази точка последователно се разглежда начина на управление на АИФ на територията на Република България от лице, управляващо АИФ, с произход РБ, както и управление на АИФ на територията на друга държава членка от лице, управляващо АИФ, с произход от РБ.

Глава трета

КОРПОРАТИВНО УПРАВЛЕНИЕ И ЗАЩИТА НА ИНВЕСТИТОРИТЕ В ПРЕДПРИЯТИЯТА ЗА КОЛЕКТИВНО ИНВЕСТИРАНЕ

1. Корпоративно управление.

Корпоративното управление се налага като система от правила за ефективно управление на акционерната собственост.³⁹ Чрез система от норми и принципи, корпоративното управление се утвърждава като надзор и участие в управлението на корпорацията от страна на представители на акционерите. Определящи за съвременното корпоративно управление са принципите: на защита правата на акционерите, на справедливо третиране на миноритарните акционери, съобразяване със заинтересованите лица, на разкриване на информация и прозрачност, отговорности на корпоративните ръководства.

1.1. Колективните инвестиционни схеми като акционери.

В световен мащаб, сред участниците в управлението на активи и техните регулаторни органи все повече назрява въпроса за участието от страна на КИС като акционери в управлението на компаниите, чиито ценни книжа те притежават в инвестиционните си портфейли. Наблюдава се ръст на

³⁹ Боева, Б., Корпоративно управление: от правна норма към управленска практика – относно етапите в еволюцията на корпоративното управление, Икономически алтернативи, С., 2005, бр. 1, с. 2

увеличение на активите под управление на КИС, поради което те все повече се доближават до характеристиките на институционален инвеститор, който заема водещо място и има растяща роля в националните икономики, от една страна, и в корпоративното управление на компаниите, в които инвестират активите си, от друга страна. За да се повиши стойността на управлявания портфейл е необходимо активно упражняване на правата чрез корпоративното управление. Неупражняването на тези права игнорира субективно право, което може да бъде управлявано в полза на портфейла и в някои случаи може да представлява неизпълнение на законните и фидуциарните задължения към инвеститорите.

1.2. Депозитар – банка, инвестиционен посредник.

Фигурата на депозитаря също присъства в схемата за управление на колективните инвестиционни схеми, като с него се постига разделност на функцията по управление от функцията по съхранение на активите на КИС, като тук е валиден принципът за *несъвместимост* на тези функции в едно лице.⁴⁰

Освен банка, депозитар на КИС може да бъде и инвестиционен посредник. Депозитарят съхранява паричните средства и другите активи на КИС, които в голямата си част са безналични финансови инструменти. Инвестиционните посредници представляват един абсолютно необходим елемент във финансово-инвестиционния процес, тъй като без тяхното посредничество е недопустимо сключването на съответните договори с публично предложени ценни книжа или финансови инструменти, различни от ценните книжа, на регулирания пазар на финансови инструменти между техния емитент и който и да е индивидуален или институционален инвеститор.⁴¹

1.3. Управляващо дружество по ЗДКИСДПКИ. Чрез фигурата на управляващото дружество (УД) се създава

⁴⁰ Касабова, К., цит. съч., с. 328

⁴¹ Джилизов, В., Правно положение на инвестиционните посредници по новия Закон за пазарите на финансови инструменти, Търговско и конкурентно право, 2007, № 10, с. 62

специализирана, юридически независима структура за професионална инвестиционна дейност, ограничаване на управленските разходи и избягване на конфликт на интереси.⁴²

УД е акционерно дружество, със седалище в Република България, чийто предмет на дейност съгласно ЗДКИСДПКИ е управление на дейността на КИС. Законът установява специфична и ограничена правоспособност на КИС, учредена като ДФ или ИД, която се изразява в това, че тяхната дейност се управлява единствено и само от управляващи дружества съгласно сключен писмен договор или, съответно, съгласно правилата на договорния фонд. По този начин чрез действията на своите управляващи дружества, КИС реализират дейността си по колективно инвестиране в прехвърляеми ценни книжа или други ликвидни финансови активи. Инвестициите във финансови инструменти изискват специализирани знания и ако КИС поддържат собствен управленски и експертен екип, разходите им биха били твърде високи.⁴³

1.3.1. Учредяване и издаване на лиценз за извършване на дейност на управляващото дружество.

С оглед високата степен на инвестиционния риск при осъществяване на дейността на УД, законодателят предвижда в ЗДКИСДПКИ и Наредба № 44 завишени изисквания към тяхната дейност, включително към предмета им на дейност, изисквания за внесен минимален начален капитал, определени условия при лицензирането им. За да извършва дейностите, включени в предмета му на дейност, УД е необходимо да получи лиценз и в тази връзка е разгледана процедурата по издаване на лиценз от КФН за извършване на дейност като такова дружество. Посочени са законовите основания, въз основа, на които, КФН отказва издаването на лиценз, както и тези, при наличието на които отнема издадения лиценз.

⁴² Касабова, К., цит. съч., с. 325

⁴³ Касабова, К., цит. съч., с. 325

1.3.2. Извършване на дейност от УД и предлагане на дялове на КИС в рамките на Европейския съюз.

Управлението на дейността на колективните инвестиционни схеми се извършва от управляващо дружество по силата на сключен договор. Посочени са условията, при които ЗДКИСДПКИ допуска УД с произход от Република България да може да извършва дейност на територията на друга държава членка и УД с произход от друга държава членка може да извършва дейност в нашата страна. Разгледано е публичното предлагане на дялове на КИС в рамките на Европейския съюз.

2. Инвестиционна политика на колективните инвестиционни схеми.

Инвестиционната политика на колективните инвестиционни схеми осигурява постигането на основните цели на инвестиционната им дейност посредством обективна оценка и своевременно управление на риска, свързан с инвестициите на КИС.

В разпоредбата на чл. 38 от ЗДКИСДПКИ, законодателят е уредил видовете финансови активи, в които КИС може да инвестира. Анализът на разпоредбата на чл. 38 от ЗДКИСДПКИ показва, че инвестиционните дружества са задължени да инвестират основната част от набрания капитал в ценни книжа или във финансови инструменти, различни от ценните книжа.

Разгледани са и регламентираните от законодателя е инвестиционни ограничения за КИС при инвестиране.

3. Защита интересите на инвеститорите в КИС – задължение за предоставяне на информация.

На първо място, основната цел на защитата на инвеститорите е по-скоро да им се предостави възможно най-пълна информация относно рисковете при инвестирането в определени КИС, а не да бъдат защитени от загуба на инвестиции по пазарни причини. На второ място, цели се да се предотвратят практики на заблуждаване, измами, манипулации от страна на тези, които управляват КИС. На трето място, цел на защита на инвеститорите е да се предотврати загуба поради нечестно, незаконно или

немарливо поведение от страна на отговорните за управлението на КИС.

4. Надзор и контрол върху дейността на предприятията за колективно инвестиране.

В условията на ограничени финансови средства и преки инвестиции в Република България от голямо значение се оказва ролята на надзора и контрола като средство и способ за стимулиране нарастването на дейността на предприятията за колективно инвестиране. ЗДКИСДПКИ регламентира и взаимодействието между компетентните органи на държавите членки за осъществяването на ефективен надзор. Целта на ЗДКИСДПКИ освен осигуряване защита на правата и интересите на инвеститорите, включително чрез създаване на условия за повишаване на тяхната информираност за пазара на дялове на предприятия за колективно инвестиране и създаване на условия за развитието на справедлив, открит и ефективен пазар на дялове на предприятия за колективно инвестиране, е и поддържане на стабилността и на общественото доверие в капиталовия пазар.

5. Предоставяне на информация на Европейската комисия.

На базата на пълноправното членство на Република България и произтичащите от този факт права и задължения, страната ни има задължения да предоставя информация на Европейската комисия и Европейския орган за ценни книжа и пазари.

Глава четвърта

ПРЕОБРАЗУВАНЕ, ПРЕКРАТЯВАНЕ И ЛИКВИДАЦИЯ НА КОЛЕКТИВНИТЕ ИНВЕСТИЦИОННИ СХЕМИ И НА ДРУГИ ФОРМИ НА КОЛЕКТИВНО ИНВЕСТИРАНЕ

В тази глава са разгледани предвидените в ЗДКИСДПКИ разпоредби относно преобразуване на КИС чрез сливане и вливане, както и такива, улесняващи презграничните преобразувания. Независимо от правната им форма, на всички КИС е разрешено да се преобразуват. Законодателят въвежда задължение да се изготвя план за преобразуване при едни и същи

условия за всички КИС, участващи в преобразуването. С оглед защита интересите на притежателите на дялове от преобразуващите се схеми са поставени изисквания, които следва да бъдат спазени в процедурата по одобряване на преобразуването. Тези изисквания са свързани с: проверка на плана за сливане от депозитарите на сливащите се схеми; проверка от депозитар или одитор на отделни параметри от процедурата на замяна на дялове и акции на сливащата се схема с такива на приемащата; задължения за информиране на притежателите на дялове и конкретни изисквания към предоставяната им информация, уреждане на прехвърлянето на активи и пасиви между схемите.

1. В тази точка в отделни подточки е разгледано преобразуване и прекратяване на колективните инвестиционни схеми.

1.1. Преобразуване на колективна инвестиционна схема.

В тази подточка са разгледани и анализирани регламентиранияте от ЗДКИСДПКИ хипотези на преобразуване на КИС, които са следните:

1. Когато за всички КИС страна членка по произход е Република България;
2. Когато преобразуващата се КИС е с произход Република България, а останалите участващи схеми са с произход от други държави членки;
3. Когато КИС с произход Република България не е преобразуваща се и участва в преобразуващи се КИС с произход от други държави членки;
4. Преобразуване чрез промяна на правната форма на КИС.

Съгласно законовите разпоредби, преобразуването в първите три хипотези може да се осъществи само чрез вливане или сливане. За извършване на преобразуването е необходимо получаване на разрешение от съответния компетентен орган на съответната държава, като за Република България този орган е КФН.

1.2. Прекратяване на колективната инвестиционна схема, учредена като инвестиционно дружество или като договорен фонд.

Основанията за прекратяване на ИД са посочени в разпоредбата на чл. 157, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ, която препраща към основанията за прекратяване на акционерните дружества, уредени в Търговския закон. При това положение основанията за прекратяване са групирани в две групи: основания за прекратяване на ИД по ТЗ и основания за прекратяване на ИД по ЗДКИСДПКИ. Компетентен орган в производството по прекратяване на инвестиционното дружество, съответно на договорния фонд е КФН. Тя издава разрешението за прекратяване на ИД, съответно на ДФ или отказва да издаде такова разрешение.

2. В тази точка е разгледано производството по ликвидация и преобразуване на главната и захранващата КИС.

2.1. Производство по ликвидация на главната и захранващата КИС.

Когато главната КИС вземе решение за откриване на производство по ликвидация, тя има задължение да го съобщи на захранващата КИС, която от своя страна има три възможности:

1. да открие производство по ликвидация;
2. да инвестира най-малко 85% от активите си в дялове на друга главна КИС;
3. да се преобразува в друга КИС, различна от захранваща.

2.2. Преобразуване на главната и захранващата КИС.

Правнорегламентираните форми на *преобразуването на главна КИС* са: *сливане и разделяне*. За планираното преобразуване главната КИС уведомява захранващата.

Захранващата КИС може:

1. да продължи да бъде захранваща КИС на същата главна КИС.
2. в резултат на предложеното сливане или разделяне на главната КИС, захранващата КИС възнамерява да стане

захранваща КИС на друга съществуваща или учредена главна КИС или когато захранващата КИС възнамерява да инвестира най-малко 85% от активите си в дялове на друга главна КИС, която не е приемаща или новоучредена, захранващата КИС.

3. да се преобразува в КИС, която не е захранваща КИС.

4. да открие производство по ликвидация.

3. Преобразуване и прекратяване на националните инвестиционни фондове.

В тази точка са разгледани процедурите по преобразуване и прекратяване на националните инвестиционни фондове. ЗДКИСДПКИ допуска преобразуване на националния инвестиционен фонд чрез една от следните форми: чрез сливане, вливане, разделяне и отделяне, като съответното преобразуване се извършва само с разрешение на Комисията за финансов надзор.

4. Преобразуване на управляващо дружество.

УД може съгласно чл. 102, ал. 2 от ЗДКИСДПКИ да се преобразува само с разрешение на КФН, при условие че всички участващи в преобразуването дружества са управляващи. В разпоредбата на чл. 157, ал. 1 от Наредба № 44 са посочени формите на реорганизация на управляващите дружества. То може да се преобразуване чрез: сливане, вливане, разделяне и отделяне при условие, че след преобразуването всяко от приемащите или новите управляващи дружества отговаря на изискванията на ЗДКИСДПКИ. Процедурата по издаване на разрешение за преобразуване на УД има елементи със смесен характер, тъй като при нея е налице съвместно приложение на административноправни разпоредби и специалния търговскоправен режим за преобразуване на акционерните дружества.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Стимулирането на индивидуалните инвеститори да инвестират в различни видове финансови инструменти се осъществява с предвиждането на редица законови мерки, насочени към защита на интересите на непрофесионалните инвеститори, изразяващи се в ефективна лицензионна и контролна политика върху професионалните инвеститори на капиталовия пазар. От друга страна в Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране са формулирани ясни нормативни критерии и изисквания спрямо професионалните инвеститори, като по този начин се цели да се анонсира пред обществеността информацията, необходима за вземане на инвестиционно решение.

Предимствата на различните видове предприятия за колективно инвестиране се проявяват в различни инвестиционни хоризонти. Инициирането на промени в законовата база с цел защита на правата на инвеститорите би имало позитивен ефект върху развитието на предприятията за колективно инвестиране в България и върху създаването на благоприятна среда за развитието на частния сектор.

III. НАУЧНА НОВОСТ И ПО-ВАЖНИ ПРИНОСИ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Конкретните приносни моменти могат да бъдат обобщени, както следва:

1. Дисертационният труд е първото цялостно изследване на видовете предприятия за колективно инвестиране, регламентирани в Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране.

2. Въз основа на анализ на определенията за алтернативен инвестиционен фонд в ЗДКИСДПКИ и Директива 2011/61/ЕО са изведени техните общи черти и различия. Основните им прилики се състоят в следното: АИФ имат значителен набран капитал; набраните средства се инвестират в различни инвестиции с цел

диверсифициране на риска; в АИФ инвестират малко на брой, но крупни инвеститори; АИФ не позволяват обратно изкупуване на дяловете до изтичане на определен период; управлението им се извършва от мениджъри с висока квалификация; прилага се принципът на единния паспорт във вътрешния пазар на ЕС. Критериите, на чиято основа са очертани различията са: дали са ограничени със срок, дали е необходимо публикуването на проспект за публичното предлагане на дяловете/акциите на АИФ и финансовите инструменти, в които инвестират.

3. Въз основа на посочените легални дефиниции на отделните видове предприятия за колективно инвестиране, се прави извод, че всички те притежават два основни признака:

1. представляват предприятие по смисъла на ЗДКИСДПКИ

2. имат една и съща цел – колективно инвестиране на набраните чрез публично предлагане парични средства в прехвърляеми ценни книжа или в други ликвидни финансови активи.

С оглед усъвършенстване на инвестиционното законодателството, регламентиращо дейността на предприятията за колективно инвестиране в Република България, в частност на ЗДКИСДПКИ, констатираните непълноти в него и подобряване на средата на тяхното съществуване, предлагам следните предложения ***de lege ferenda***:

1. Предвид обстоятелството, че в Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране не съществува легално определение за „предприятие за колективно инвестиране“ и с оглед систематичното място на определението в част първа „Основни положения“ на закона, ***de lege ferenda*** предлагам да се създаде нов чл. 4 със следното съдържание: ***„Предприятие за колективно инвестиране е инвестиционно дружество, договорен фонд, отворено или затворено национално инвестиционно дружество или отворен или затворен национален договорен фонд, алтернативен инвестиционен фонд, чиято цел е колективно инвестиране на набраните чрез публично предлагане парични средства в прехвърляеми ценни***

книжа или в други ликвидни финансови активи, което действа на принципа на разпределение на риска.“.

2. В Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране са посочени определения за колективна инвестиционна схема в чл. 4, ал. 1 и в § 1, т. 10 от допълнителните разпоредби на закона, които се припокриват като съдържание и в тази връзка ***de lege ferenda*** предлагам да се прецизират и от тях да остане едно, което да бъде съвкупност от елементите и характеристиките и на двете.

3. Предвид обстоятелството, че капиталът на предприятията за колективно инвестиране и в частност колективните инвестиционни схеми може да бъде разделен освен на дялове (при договорните фондове, националните договорни фондове), а също и на акции (инвестиционни дружества, национални инвестиционни дружества, алтернативни инвестиционни фондове, организирани като инвестиционни дружества), макар тези акции да не са ценни книжа, а финансови инструменти, различни от ценните книжа и тъй като ЗДКИСДПКИ е приравнил акциите на инвестиционното дружество към дяловете на договорния фонд, който въобще не е юридическо лице, включвайки ги в родовото понятие „дялове на колективна инвестиционна схема, предлагам ***de lege ferenda***, всички разпоредби в ЗДКИСДПКИ, в които се споменава за „дялове на колективна инвестиционна схема“ или „дялове на предприятия за колективно инвестиране“, да бъдат допълнени и с „акции“.

4. С оглед синхронизиране с европейското законодателство и постигане на пълно смислово съответствие между европейските регулаторни актове и ЗДКИСДПКИ, посочената в чл. 4, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ дефиниция за колективна инвестиционна схема, би могла да се разшири по отношение на термина „парични средства“, които КИС набират от публиката, като се добави един от следните възможни варианти, съобразени с европейското законодателство, а именно: „и други финансови средства“, „и други финансови активи“, „и друго имущество“. Предвид посоченото, предлагам ***de lege ferenda*** следната формулировка на разпоредбата на чл. 4, ал. 1, т. 1 от ЗДКИСДПКИ:

„Чл. 4. (1) Колективна инвестиционна схема е предприятие за колективно инвестиране, което отговаря на следните условия:

1. единствената му цел е колективно инвестиране в прехвърляеми ценни книжа или други ликвидни финансови активи по чл. 38, ал. 1, на парични средства *и други финансови активи (вариант: „парични и други финансови средства“)*, набрани чрез публично предлагане, и действия на принципа на разпределение на риска.“.

5. Относно законово установеното изискване вноските в капитала на ИД съгласно чл. 7, ал. 2 от ЗДКИСДПКИ да се правят **само** в пари е целесъобразно да бъде допуснато при учредяването на ИД, но по-нататък при осъществяване на дейността на дружеството, може да се предвиди да има алтернативна възможност и за вноски на финансови инструменти. Освен това, при лицензиране на ИД капиталът трябва да бъде изцяло внесен, поради това считам, че е неудачно използването на понятието „записан капитал“.

Във връзка с гореизложеното, предлагам *de lege ferenda* да бъдат направени следните изменения в чл. 7 от ЗДКИСДПКИ:

- В чл. 7, ал. 1 да отпадне терминът „записан“ и разпоредбата да придобие следното съдържание:

„**Чл. 7** (1) Капиталът на инвестиционното дружество е не по-малък от 500 000 лв. В търговския регистър се вписва капиталът, с който дружеството е учредено.“.

- Разпоредбата на чл. 7, ал. 2 да придобие следната редакция: „**(2) За инвестиционното дружество чл. 72-73 от Търговския закон не се прилагат. Условията и редът за извършване на вноски в капитала на инвестиционното дружество с финансови инструменти, както и за оценка на финансовите инструменти – предмет на вноската, включително и когато финансовите инструменти се внасят в договорни фондове, се определят в наредба.**“

6. С цел намаляване на разходите на УД, които те правят в не малък размер, във връзка с изпълнение на задължението си по чл. 21, ал. 9 от ЗДКИСДПКИ за вписването в Централния депозитар на лицата, закупили дялове и на лицата, чиито дялове са обратно изкупени, както и с оглед да се предостави законова възможност

на УД да водят самостоятелно регистри на инвеститорите на КИС, а в ЦД да се вписва информация за броя на новоемитираните и обратно изкупените дялове, но при условие, че УД се задължат да предоставят при поискване информация на ЦД относно тези лица, предлагам *de lege ferenda* от чл. 21, ал. 9 от ЗДКИСДПКИ да отпадне текста „..., както и за лицата, закупили дялове и чиито дялове са обратно изкупени.“ и разпоредбата да придобие следната редакция: „(9) *Управляващото дружество предоставя за вписване в националната регистрационна система, водена от „Централен депозитар“ АД, информация за новоемитираните и обратно изкупените дялове. Управляващото дружество е задължено да предоставя при поискване информация на „Централен депозитар“ АД за лицата, закупили дялове и чиито дялове са обратно изкупени“.*

7. С оглед да се даде достатъчно време на ИД да преодолее временните си затруднения по поддържане на определения от ЗДКИСДПКИ, за да не се стигне до отнемане неговия лиценз и тъй като е възможно пазарната конюнктура да не дава възможност за поддържане на определената средномесечна стойност на активите, предлагам *de lege ferenda* в чл. 19, ал. 1, т. 2 от ЗДКИСДПКИ думите „6 последователни месеца“ да бъдат заменени с „12 последователни месеца“.

8. Съгласно правилото на чл. 242, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ, лице, управляващо АИФ, с произход от Република България, може да предлага дялове или акции на АИФ на територията на РБ само на професионални инвеститори по смисъла на § 1, т. 9 от допълнителните разпоредби на ЗПФИ. Това означава, че АИФ могат да предлагат акциите (когато са организирани под правната форма на инвестиционни дружества или най-общо на акционерни дружества) или дяловете си (когато са организирани под каквато и да е форма на колективно участие) само на професионални инвеститори, като по този начин се изключва предлагането на дялове или акции на АИФ на други или непрофесионални инвеститори. В тази връзка, предвид изричното правило на чл. 242, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ, е удачно да се помисли върху предложения *de lege ferenda*, които се изразяват в две насоки:

➤ от една страна да се предвиди налагане на принудителни административни мерки спрямо лицата, управляващи АИФ и членовете на техните органи;

➤ а от друга страна – извършените сделки в нарушение на нормативно наложената забрана да бъдат обявени за недействителни в духа на правилото на чл. 78, ал. 4 от ЗППЦК.

9. Тъй като оспорването на забрана, издадена от заместник-председателя на КФН, за планираното по чл. 239, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ управление и предлагане на акциите или дяловете, не е регламентирано в ЗДКИСДПКИ е уместно да се предложи ***de lege ferenda*** описаните възможности за обжалване на забраната да бъдат изрично уредени в закона, както и да се предвидят съответни санкционни правни последици от административноправен и гражданскоправен характер, когато фондът е започнал своята дейност и акциите или дяловете му са предложени на инвеститорите в нарушение на издадената забрана.

10. С оглед адаптиране на текста на чл. 37 съгласно Директива 2009/65/ЕО, съгласно която, депозитарят носи отговорност и пред КИС, предлагам ***de lege ferenda*** следната редакция на чл.37, ал. 1:

„чл. 37. (1) (Изм. – ДВ, бр. 109 от 2013 г., в сила от 20.12.2013г.) Депозитарят отговаря пред управляващото дружество, ***колективната инвестиционна схема*** и пред притежателите на дялове на колективната инвестиционна схема за всички вреди, претърпени от тях вследствие на неизпълнение на задълженията му, включително от непълно, неточно и несвоевременно изпълнение, когато то се дължи на причина, за които депозитарят отговаря.“.

11. С оглед предвиждане на възможност на притежателите на дялове да бъдат обезщетявани за вредите, които са им нанесени от депозитаря във връзка с неизпълнение на неговите задължения, при направено изрично уточнение, че не може да се изплаща едно и също обезщетение два пъти, предлагам ***de lege ferenda*** да се създаде нова алинея 3 на чл. 37 със следното съдържание: „***Чл. 37 (3) Притежателите на дялове могат да търсят отговорност от депозитаря пряко или косвено чрез управляващото дружество при условие че това не води до***

двукратно изплащане на едни и същи обезщетения или до неравностойно третиране на притежателите на дялове в колективната инвестиционна схема.“.

12. Продажбата на инструменти от портфейла на КИС на загуба, при неподходящи пазарни условия, е във вреда на инвеститорите, отразява се негативно на имиджа на КИС и на инвестиционния бизнес като цяло и трябва да бъде избегнато, особено като се има предвид, че пазарът на финансови инструменти в страната не се характеризира с особена ликвидност, което затруднява УД да извърши разпореждане с инструментите при спазване на предвидения в чл. 51 от ЗДКИСДПКИ двумесечен срок. Този срок е изключително кратък и е целесъобразно да бъде увеличен и да стане 6-месечен за привеждане на активите на КИС в съответствие със законовите изисквания, още повече, че и в държавите членки на ЕС съществуват различни режими за привеждане на активите на КИС при пазарни отклонения в съответствие с нормативните изисквания – никъде обаче срокът за привеждане в съответствие не е толкова кратък. Предвид посоченото, предлагам *de lege ferenda* в чл. 51 от ЗДКИСДПКИ думите „два“ да бъдат заменени с „шест“.

13. Към настоящия момент, материята, регулираща финансовото инвестиране като цяло е разпръсната в множество закони и подзаконови нормативни актове, което затрудняват инвеститорите, а сложния режим възпрепятства растеж в този сектор. В условията на глобализацията и оскъдните финансови ресурси, трябва да се положат усилия за привличане на повече чужди капитали в страната. В тази връзка, предлагам *de lege ferenda* да бъде кодифицирана материята, свързана с финансово инвестиране, като бъдат включени и всички правни норми, регламентиращи дейността на отделните видове предприятия за колективно инвестиране. На базата на приемането на кодекс ще има законова база за развиване на един бъдещ интегриран модел в сектора за публично предлагане и търгуване с ценни книжа, би се подобрила правната рамка и средата, регламентираща дейността на всички участници на финансовия пазар в Република България.

IV. ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМАТА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Правен режим на дружеството със специална инвестиционна цел, Юбилеен сборник от Международна научна конференция „Право, управление и медии през XXI век”, том II, Благоевград, 2012.

2. Производство по издаване на лиценз на дружеството със специална инвестиционна цел, Научни трудове на Института за държавата и правото при Българска академия на науките, том VIII, София, 2013.

3. Правен режим на националните инвестиционни дружества от отворен и от затворен тип, Научни трудове на Института за държавата и правото при Българска академия на науките, том X, София, 2014.