

**Управление “Надзор на инвестиционната дейност”**  
**към Комисия за финансов надзор**

С оглед спазване принципа на достъпност, публичност и прозрачност, визиран в чл. 12, ал. 1 от Административнопроцесуалния кодекс, Заместник-председателят, ръководещ Управление “Надзор на инвестиционната дейност” към Комисията за финансов надзор (КФН), на основание чл. 15, ал. 1, т. 15 от Закона за Комисията за финансов надзор и в качеството си на оправомощен орган по ал. 1, т. 1 на същия член, във връзка с чл. 8 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК), оповестявам установената от Управление “Надзор на инвестиционната дейност” по тълкуването и прилагането на чл. 5, ал. 2 от Закона за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДСИЦ),

**ПРАКТИКА**

**Съгласно чл. 5, ал. 2 от ЗДСИЦ за учредяване на дружество със специална инвестиционна цел е необходимо не по-малко от 30 на сто от капитала да бъде записан от институционални инвеститори. При преценката в лицензионното производство по чл. 11 от ЗДСИЦ, с оглед установяване качеството „институционален инвеститор” на дадено лице като акционер – учредител в дружество със специална инвестиционна цел, каквото е законовото изискване, се отчитат изложените по-долу съображения, а именно:**

**В ЗДСИЦ не е дадена легална дефиниция на понятието „институционален инвеститор” за целите на прилагането на закона. По силата на съдържащата се в § 2 от ПЗР на ЗДСИЦ обща препращаща норма, че за неуредените в ЗДСИЦ въпроси се прилагат съответно разпоредбите на ЗППЦК и на Търговския закон (ТЗ), с изключение на чл. 204, ал. 1 от ТЗ се приема за обосновано, че за целите на ЗДСИЦ следва да се използва определението за „институционален инвеститор” директно в смисъла на § 1, т. 1, б. „в” от ДР на ЗППЦК.**

**I. Според легалната дефиниция, съдържаща се в § 1, т. 1, б. „в” от ДР на ЗППЦК, институционален инвеститор е *„банка, която не действа като инвестиционен посредник, инвестиционно дружество, договорен фонд, застрахователно дружество, пенсионен фонд или друго дружество, чийто предмет на дейност изисква придобиване, държане и прехвърляне на ценни книжа”*. В законовата разпоредба неизчерпателно са посочени отделни видове дружества, съответно юридически и неперсонифицирани лица, които се явяват институционални инвеститори, както и други дружества, които в най-общия случай са такива, чийто предмет на дейност изисква придобиване, държане и прехвърляне на ценни книжа.**

**Всички от поименно изброените в § 1, т. 1, б. „в” от ДР на ЗППЦК дружества са на лицензионен режим, което предпоставя завишени критерии, съобразно съответните специални закони, към техния капитал, професионално управление и диверсификация на портфейла им, капиталова адекватност и ликвидност, квалификация и опит на членовете на управителните и контролни органи. Участието на такива дружества при учредяването, съответно - в капитала на други дружества, когато това се изисква по закон, е допълнителна гаранция за защита интересите на инвеститорите, включително и за професионалното управление на учредяваните дружества.**

**II.** От формално-юридическа гледна точка към категорията институционални инвеститори могат да се причислят и холдингите по Раздел II на Глава XVIII от ТЗ, доколкото осъществяването на предмета им на дейност по чл. 278, ал. 1, т.т. 1 и 2 от ТЗ („придобиване, управление, оценка и продажба на участия в български и чуждестранни дружества”) е свързано с придобиването, държането и прехвърлянето на ценни книжа, издадени от управляваните дъщерни дружества, съответно от последните или от други емитенти.

На следващо място, в разпоредбата на § 1, т. 1, б. „в” от ДР на ЗППЦК не е предвиден критерий, съгласно който да се провежда разграничение на дружествата с оглед дефинирането им като институционални инвеститори в зависимост от това дали ценните книжа се придобиват с цел:

а) осигуряване на определена доходност в полза на инвеститорите и/или с оглед гарантиране изпълнението на задължения към определени лица, които имат или в полза на които при определени случаи (събития) могат да възникнат вземания към дружеството, или

б) управление на дъщерни дружества.

*Поставя се въпросът обаче дали всички холдингови дружества по ТЗ отговарят на изискването на § 1, т. 1, б. „в” in fine от ДР на ЗППЦК, т.е. достатъчно ли е да е изпълнено условието предметът им на дейност да включва придобиване, държане и прехвърляне на ценни книжа.*

**При анализа на съответната разпоредба се налага тълкуването, че за придобиването на качеството „институционален инвеститор” следва да бъде спазено още едно условие, а именно:**

За да бъде дадено лице квалифицирано като институционален инвеститор, то трябва да притежава или **специална правосубектност** (банка, инвестиционно, застрахователно дружество и т.н., т.е. лице, за което съществуват нормативно установени изисквания за капиталова адекватност и ликвидност, за квалификация и управленски умения към членовете на съветите и пр.), или **предметът му на дейност да бъде свързан с осъществяване на определен вид сделки с ценни книжа.**

На първо място, разглеждайки легалното определение за „институционален инвеститор” по смисъла на § 1, т. 1, б. „в” от ДР на ЗППЦК, се налага изводът, че в основата му законодателят поставя понятието „**ценна книга**” по смисъла на **чл. 2 от ЗППЦК.**

Съгласно чл. 2, ал. 1 от ЗППЦК ценни книжа, предмет на ЗППЦК, са прехвърлими права, регистрирани по сметки в Централния депозитар (безналични ценни книжа), или документи, материализиращи **прехвърлими** права (налични ценни книжа), които поради естеството си **могат да бъдат предлагани публично**, като акции и дялове на колективни инвестиционни схеми, облигации и други дългови ценни книжа, други права, свързани с акции, облигации и т.н.

Тоест ценни книжа, различни от изчерпателно изброените в закона, както и такива, които не се търгуват на регулиран пазар, присъстват в обхвата на ЗППЦК само периферно. По същество ЗППЦК като регулация не се интересува от ценните книжа, които не са под някаква форма обект на публично предлагане. Това е видно от нормата на чл. 6, т. 3 и т. 4 от ЗППЦК, съгласно която непублични сделки с ценни книжа се регулират от ЗППЦК само ако са издадени от публични дружества и други емитенти по смисъла на закона.

В този смисъл е и дефиницията, съдържаща се в **чл. 4, ал. 18 от Директива 2004/39/ЕС** относно пазарите за финансови инструменти – **прехвърляеми са ценни книжа, чиято цена се определя от търсенето и предлагането на капиталовия пазар.**

Следователно, обект на регулиране от разпоредбите на ЗППЦК са ценни книжа, за които няма въведени ограничения по прехвърлянето им (не са винкулирани) и които могат да се търгуват на капиталовия пазар, т.е. пазарът определя цената по сключваните с тях сделки.

**По гореизложените съображения холдинговите дружества могат да бъдат разграничени на три категории:**

- Холдингови дружества, които не притежават ценни книжа, освен дялови участия в капитала на дружества, които не са акционерни (например *дялове в ООД*);
- Холдингови дружества, които притежават ценни книжа на непублични акционерни дружества, не са обект на регулиране от разпоредбите на ЗППЦК и съответно не са поднадзорни на КФН лица.
- Холдингови дружества, които са публични по смисъла на чл. 110 от ЗППЦК, притежават ценни книжа, издадени от акционерни дружества и търгувани на регулирани пазари, като акции на публични дружества, облигации и т.н., като законосъобразното осъществяване на дейността им е поставено под специализиран административен контрол (например *бивши приватизационни фондове, преуредили дейността си в холдинги по Раздел II на Глава XVIII от ТЗ*);

**III.** Следва да се отбележи и друго важно обстоятелство, касаещо учредяването и функционирането на **дружествата със специална инвестиционна цел**. Въведената със специалния ЗДСИЦ процедура по издаването на лиценз за извършване на дейност като дружество със специална инвестиционна цел и потвърждаването на проспекта за публично предлагане на акции, установява лицензионен режим, който попада в обхвата на регулиране на общия Закона за ограничаване на административното регулиране и административния контрол върху стопанската дейност (ЗОАРАКСД). Отчитайки целта на ЗОАРАКСД като общ закон с публичноправен характер, а именно – защита на публичния интерес чрез установяване на редица регулативни забрани и изисквания, както и на административен контрол за спазването им, ЗДСИЦ като специален цели защита на интересите на определен кръг лица.

В чл. 2 от ЗОАРАКСД изчерпателно е очертан кръгът на публичния интерес, обект на защита за стопански дейности, които поради естеството си поражда повишен риск за националната сигурност, обществения ред, околната среда и правата на гражданите и юридическите лица. Лицензионен режим, от друга страна, може да бъде установен само за изрично посочените в Приложение към чл. 9, ал. 1 от ЗОАРАКСД стопански дейности, като т. 3 от него касае дейността като дружество със специална инвестиционна цел. В този смисъл и по силата на **общата препращаща норма на § 2 от ПЗР на ЗДСИЦ, че за неуредените в ЗДСИЦ въпроси се прилагат съответно разпоредбите на ЗППЦК следва, че законодателят не случайно въвежда общност** при регулацията на обществените отношения, които засягат двата закона. С оглед целите, посочени съответно в чл. 2 от ЗДСИЦ и чл. 1, ал. 2 от ЗППЦК се установява една специална категория лица, обект на защита, а именно – интересите на инвеститорите в ценни книжа, които се предлагат публично, респективно – издадени от дружества, създадени със специална инвестиционна цел.

ЗДСИЦ регулира реда за колективно инвестиране при секюритизация на недвижими имоти и вземания чрез осигуряване на достъп на широк кръг инвеститори до мащабни проекти чрез инвестиране при високо ниво на обезпеченост и на допълнителни възможности за диверсификация на портфейла на институционалните инвеститори.

Всяко привличане на средства от широката публика налага специални регулации, които да създадат реални възможности за всеки желаещ да участва в тези инструменти, като гарантират интересите на различните категории инвеститори в дружество със специална инвестиционна цел, включително на равни права на всички, независимо от тяхното участие.

Изхождайки от специфичните особености на дружествата със специална инвестиционна цел като инструмент за колективно инвестиране, при който съществува риск спрямо интересите на определен кръг лица, именно с цел тяхната публичноправна защита със ЗДСИЦ са въведени завишени законови изисквания към акционерите - учредители на едно такова дружество, каквото е условието по чл. 5, ал. 2 от ЗДСИЦ.

Следва да се изтъкне, че възникването на правосубектността на изрично посочените като „институционален инвеститор” в разпоредбата на § 1, т. 1, б. „в” от ДР на ЗППЦК лица като банка, инвестиционно дружество, договорен фонд, застрахователно дружество, пенсионен фонд, е подложено на лицензионен режим. Законът за банките (съответно Законът за кредитните институции след влизането му в сила), ЗППЦК, Кодексът за застраховането и Кодексът за социално осигуряване установяват специални изисквания за капиталова адекватност и ликвидност, диверсификация на портфейла, квалификация и опит на членовете на управителните органи и т.н., чието спазване е предмет на проверка както в лицензионното производство, така и обект на последващ административен контрол. За разлика от гореизброените лица, извършването на стопанска дейност от традиционните търговски дружества, учредявани и функциониращи по Търговския закон, не е поставено под разрешителен режим, съответно няма специални законови изисквания за поддържане на минимален размер на капитала, професионална квалификация на мениджмънта и т.н.

От логическото тълкуване на § 1, т. 1, б. „в”, in fine от ДР на ЗППЦК следователно може да се направи изводът, че под **“друго дружество, чийто предмет на дейност изисква придобиване, държане и прехвърляне на ценни книжа”**, законодателят има предвид не каквото и да е дружество, а такова, за което, подобно на изброените в началото на разпоредбата, съществуват законови регулации към статута и дейността, спазването на които е обект на контрол.

В този смисъл и с оглед приведеното по-горе условно разграничение на холдинговите дружества по ТЗ, за целите на прилагането на чл. 5, ал. 2 от ЗДСИЦ се приема, че качеството „институционален инвеститор” притежават само **холдингови дружества, които притежават ценни книжа, издадени от акционерни дружества и търгувани на регулирани пазари, като акции на публични дружества, облигации** (например *бивши приватизационни фондове, преуредили дейността си в холдинги по Раздел II на Глава XVIII от ТЗ*).

**Предвид всичко гореизложено, установената към настоящия момент практика е следната:**

1. В образуваните досега пред КФН лицензионни производства по чл. 11 от ЗДСИЦ като институционален инвеститор при учредяването на дружество със специална инвестиционна цел участват преимуществено:

- *дружества, подлежащи на лицензионен режим* (търговска банка, инвестиционно дружество, застрахователно дружество и т.н.);
- *преуредили дейността си в холдинг по Раздел II на Глава XVIII на ТЗ и вписани като публични дружества по смисъла на ЗППЦК бивши приватизационни фондове.*

2. На основание неизпълнение на условието на чл. 5, ал. 2 от ЗДСИЦ, тоест към момента на учредяване на дружество със специална инвестиционна цел не по-малко от 30 на сто от капитала да бъде записан от институционален инвеститор, КФН е постановила *отказ за издаване на лиценз на „Еврофонд имоти” АДСИЦ с Решение № 359 – ДСИЦ от 31.05.2006 г.* Решението е взето с мотива, че холдингови дружества, които не притежават други ценни книжа, освен ценни книжа на дружества, които не са акционерни дружества, следва да бъдат изключени от обхвата на дефиницията на § 1, т. 1, б. „в” от ДР на ЗППЦК, тъй като не могат да бъдат квалифицирани като институционални инвеститори.

**VI.** Отчитайки основните принципи на тълкуване на нормативния акт в неговата цялост и на целта на тълкуваните правни норми (чл. 46 от Закона за нормативните актове) с оглед осигуряване в максимална степен на защита интересите на инвеститорите в ценни книжа на дружества със специална инвестиционна цел, както и предвид факта, че осъществяваната от тях стопанска дейност е свързана с повишен риск, се приема следното:

**В лицензионното производство по чл. 11 от ЗДСИЦ качеството „институционален инвеститор” съгласно чл. 5, ал. 2 от ЗДСИЦ освен лицата, изрично изброени в § 1, т. 1, б. „в” от ДР на ЗППЦК, притежават само холдинги, които са публични дружества по смисъла на чл. 110 от ЗППЦК, чиято дейност е обект на регулиране от разпоредбите на ЗППЦК и съответно законосъобразното ѝ осъществяване е под административния контрол на КФН.**

**ЗАМЕСТНИК-ПРЕДСЕДАТЕЛ,  
РЪКОВОДЕЩ УПРАВЛЕНИЕ  
„НАДЗОР НА ИНВЕСТИЦИОННАТА  
ДЕЙНОСТ”:**

**(Д. Ранкова)**