

**УПРАВЛЕНСКАТА СТРУКТУРА - НЕОБХОДИМА  
ПРЕДПОСТАВКА ЗА ОСЪЩЕСТВЯВАНЕ ДЕЙНОСТТА НА  
ИНВЕСТИЦИОННОТО ДРУЖЕСТВО**

**Докторант Атанас Атанасов,  
катедра "Счетоводна отчетност",  
СА "Д. А. Ценов"**

**Резюме:** В статията се изследва състоянието на задължителната управленска структура за инвестиционното дружество в тесен и широк аспект т. е. от една страна структурата, интегрирана в самото дружество, а от друга - външната структура, състояща се от взаимосвързани самостоятелно обособени икономически субекти. Характеризират се особеностите на двата типа структура и се подчертава основополагащото им значение за осъществяване дейността на инвестиционното дружество. На тази база се оформят обобщения и изводи относно състоянието и възможностите за оптимизиране на взаимовръзките в присъщата за инвестиционното дружество управленска структура.

**Ключови думи:** управленска структура, инвестиционно дружество, управляващо дружество, инвестиране в ценни книжа, инвестиционен посредник, банка-депозитар

JEL класификация: **G24**

**Managing structure - a necessary precondition of the activity of an investment company**

Atanas Atanasov  
Accountancy Department  
Academy of Economics "D. A. Tsenov"

**Abstract:** The condition of the obligatory managing structure for the investment company is analysed in the article. It is analysed in a narrow and a broad aspect i. e. on the one hand the structure integrated in the company itself, and on the other hand - the external structure, consisting of interconnected, autonomous economic subjects. The characteristics of the two types of structures are described and the founding importance for the realization of the activity of the investment company is emphasized. On this basis, generalizations and conclusions are formed about the condition and possibilities for optimising the interconnections within the managing structure, the latter being typical for an investment company.

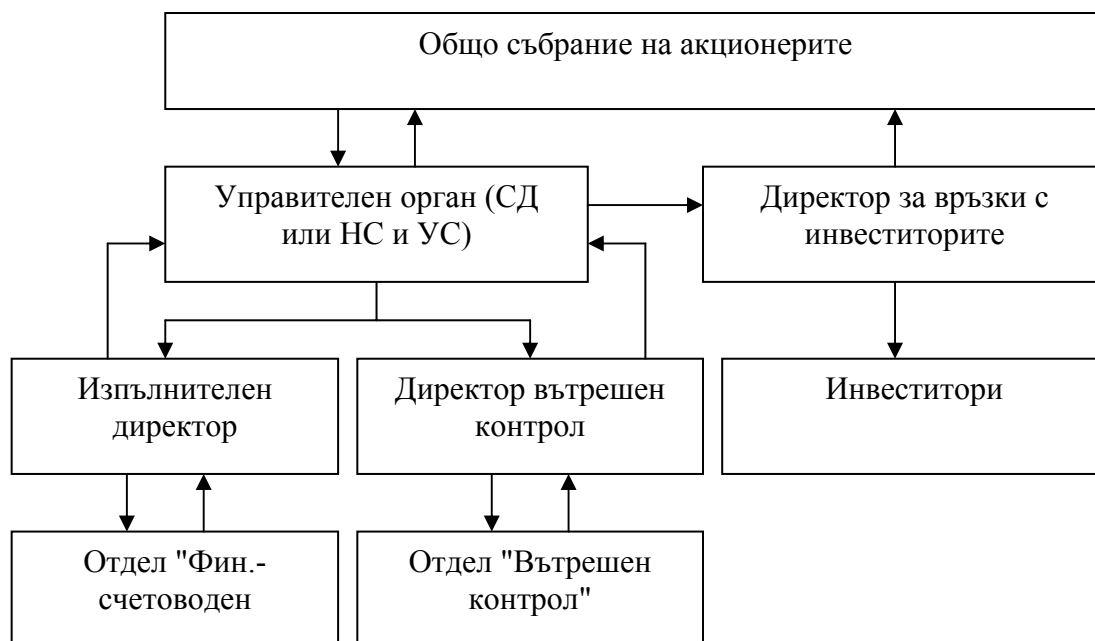
**Key words:** managing structure, Investment Company, managing company, investments in securities, investments mediator, depository bank

JEL класификация: **G24**

Инвестиционното дружество е акционерно дружество с обособен предмет на дейност – инвестиране в ценни книжа на различни емитенти. Този факт предполага изграждане и поддържане на управленска структура, която да съответства на потребностите, породени от същностната характеристика на този правен субект.

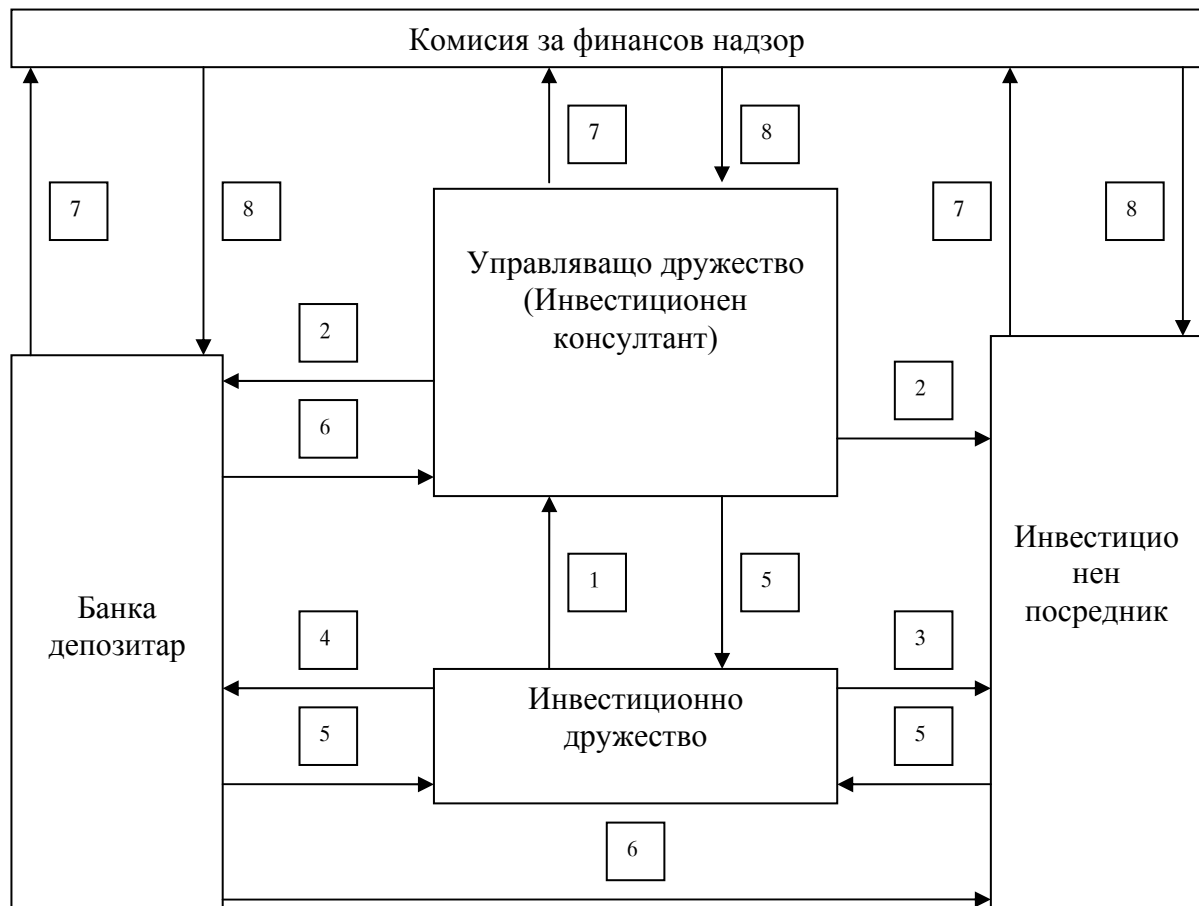
Управленската структура може да се представи в тесен и широк аспект. От една страна интегрираната в самото инвестиционно дружество структура, която е необходима предпоставка за осъществяване на дейността му и предопределя неговото съществуване като правен и икономически субект. Конкретните взаимовръзки между структурните елементи се изразяват в следното: Общото събрание на акционерите назначава управителен орган (съвет на директорите (СД), при едностепенна система на управление или надзорен съвет (НС), който избира управителен съвет (УС), при двустепенна система на управление). Управителният орган се отчита за дейността си пред общото събрание на акционерите. Той избира от състава си изпълнителен директор и директор - вътрешен контрол, на които са подчинени съответно отдел "Финансово-счетоводен" и отдел "Вътрешен контрол". Управителният орган назначава по трудов договор директор за връзки с инвеститорите, който: отговаря за своевременното изпращане на всички необходими отчети и уведомления до Комисията за финансов надзор, регулирания пазар на ценни книжа и Централния депозитар; води регистри и съхранява актуална информация за нуждите на инвеститорите; осъществява ефективна връзка с настоящи и бъдещи инвеститори. В своята работа директорът за връзки с инвеститорите се подпомага от управителния орган на дружеството. За дейността си същият се отчита пред общото събрание на акционерите.

Фигуративно вътрешната управленска структура на инвестиционното дружество може да се представи по следния начин: вж. фиг. № 1.



Фиг. №1 Вътрешна управленска структура на инвестиционно дружество

От друга страна, осъществяването на конкретните задачи във връзка с предмета на дейност, трябва да се реализират посредством предвидената в нормативната уредба управленска структура. Тя предполага обособяването на взаимосвързани и относително самостоятелни звена, които включват: управляващо дружество (инвестиционен консултант), банка-депозитар, инвестиционен посредник. Фигуративно структурата в широк аспект може да се представи по следния начин: вж. фиг. №2.



Фиг. №2 Външна управленска структура на инвестиционно дружество

Където:

1. Сключване на договор за управление и осъществяване на контрол върху съответствието на инвестиционните решения и нареждания с действащата нормативна уредба;

2. Инвестиционни решения и нареждания;

3. Упълномощаване на инвестиционен посредник за осъществяване на сделки с ценни книжа от името и за сметка на инвестиционното дружество и контрол върху свързаната с това дейност от страна на управителния орган на инвестиционното дружество;

4. Сключване на договор за депозитарни услуги и осъществяване на контрол от управителния орган на инвестиционното дружество върху неговото спазване;

5. Уведомяване на управителния орган на инвестиционното дружество от страна на банката-депозитар, управляващото дружество (инвестиционния консултант) и инвестиционния посредник относно тяхната дейност свързана с инвестиционното дружество;

6. Контрол върху съответствието на инвестиционните решения, нареждания и другите действия свързани с управлението предмета на дейност на инвестиционното дружество с действащата нормативна уредба;

7. Предоставяне на изискуемите от надзорния орган документи и информация, относно юридическия статут, фактическото състояние и дейността на поднадзорните лица;

8. Упражняване на надзор, посредством: издаване или отказ за издаване на разрешения (лицензи) и одобрения; извършване на проверки по документи и на място върху дейността на поднадзорните лица; прилагане на принудителни административни мерки и налагане на административни наказания.

Представената управленска структура съдържа един нов момент за националната ни практика. Той е свързан с обособяването на **управляващо дружество**, чиято същност е конституирана първоначално в Глава осемнадесета от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК)<sup>1</sup>. Утвърждаването на подобен подход се налага от спецификата на икономическите условия в които функционира инвестиционното дружество. Формирането и управлението на портфейла от ценни книжа, както и вземането на своевременни и правилни инвестиционни решения, изисква специализирана подготовка, знания и професионален опит. В сегашната икономическа действителност тези важни задачи се възлагат на управляващото дружество. То е акционерно дружество, получило разрешение при условията и по реда на ЗППЦК, чийто предмет на дейност е управление на дейността на инвестиционните дружества, както и управление на портфейлите на други институционални инвеститори<sup>2</sup>. Управляващите дружества, със своя предмет на дейност и ръководна ориентация, са допълнително гарантиращо условие за защита на вложените от инвеститорите парични средства. Тяхната роля се засилва от осъществяващата се в световен мащаб интернационализация в областта на финансовите пазари и икономическата глобализация.

За по-задълбоченото и всеобхватно характеризирание дейността на инвестиционните дружества е необходимо да се определи същността и обхвата на дейност и на още един субект, заемащ възлово място при осъществяването на сделките с ценни книжа - **инвестиционният посредник**. Това са лица, получили разрешение за извършване по занятие на сделки с ценни книжа при условията и по реда на ЗППЦК, а също и банки, получили разрешение за извършване на такива сделки при условията и по реда на Закона за банките (ЗБ)<sup>3</sup>.

Основните пазарни принципи, заложи като приоритет в осъществяването на инвестиционната дейност, следва да се конкретизират посредством анализ на съществуващите връзки. Изходно условие за структурните елементи от управленската конфигурация е поставянето им под разрешителен режим от страна на специализиран, регулаторен, държавен орган

<sup>1</sup> Д ъ р ж а в е н в е с т н и к , б р . 114, 30 декември 1999, посл. изм., бр. 101, 29 октомври 2002;

<sup>2</sup> В ж . З а к о н з а п у б л и ч н о т о п р е д л а г а н е н а ц е н н и к н и ж а , ч л . 202, ал.1. Н а р е д б а з а и з и с к в а н и я т а к ъ м д е й н о с т т а н а у п р а в л я в а щ и т е д р у ж е с т в а . Д ъ р ж а в е н в е с т н и к , б р . 106, 22 декември 2000.

<sup>3</sup> З а к о н з а п у б л и ч н о т о п р е д л а г а н е н а ц е н н и к н и ж а , ч л . 54, ал. 3.

- Комисията за финансов надзор (КФН)<sup>4</sup>. Съществува и законово изискване за наличие на постоянен контрол върху дейността им, упражняван от този орган. Всяко отклонение или несъобразяване с действащите правни норми и предписания на надзорния орган се санкционира. Това подсказва, че **стремежът е към осигуряване на високо професионално управление и ефективен надзор върху дейността по инвестиране в прехвърляеми ценни книжа.**

Практическата реализация на подобен род управление е свързано най-вече с рационалното изграждане на структурните звена от управленската конфигурация. Изборът е изцяло в правомощията на управителния орган на инвестиционното дружество. В своите действия той следва да се ръководи както от задължителните нормативни изисквания, приложими за банката-депозитар, управляващото дружество (инвестиционния консултант) и инвестиционния посредник, така и от стремежа за максимална защита на инвеститорските интереси. От това следва, че **предпочитанията към определена структурна единица изискват задълбочена предварителна, проучвателна дейност на традициите, настоящото състояние и перспективите в дейността ѝ.** Всяко необосновано решение носи потенциален риск и може да е в противовес на основния принцип за доверително управление на чужди финансови средства - защита на инвеститорските интереси. Този принцип определя параметрите на коректно поведение на управленските екипи и степента на доверие, с което се ползват те сред фактическите и потенциалните инвеститори.

Очертаващата се активизация на българския капиталов пазар, свързана с Европейската ни интеграция, поставя пред инвестиционните дружества определени трудности при подбора на лица, осъществяващи дейност по професионално управление на портфейли<sup>5</sup>.

Канализирането на взаимовръзките между звената, формиращи управляващата структура е безспорно необходимо в контекста на присъщата за инвестиционното дружество дейност, но то поражда и редица проблеми, от чието своевременно разрешаване зависи съществуването на последното като юридически и търговски субект. На първо място е възможността за избор на управляващо дружество, банка-депозитар и инвестиционен посредник с всички произтичащи от това последствия за инвестиционното дружество. На второ място е необходимостта от ефективен, вътрешен контрол, чрез който да се откриват допуснатите нередности, да се предоставя възможност за тяхното отстраняване, както и за адекватни, защитни мерки. На трето място е спазването на изискванията относно членовете на самия управителен и контролен орган на инвестиционното дружество посочени в нормативната уредба, устава и другите вътрешно-устройствени актове.

В тази връзка се вписва мястото на т. нар. "независими директори", чиято роля в страните с развито пазарно стопанство е да минимизират потенциалните конфликти при сблъсък на интереси и да осигурят достатъчна прозрачност при извършване на инвестиционната дейност. За тези управленски субекти съществуват международно признати критерии за липса на: участие в управлението на компанията през изминалите пет години; семейни връзки с лице, работило или участвало в управлението на компанията през изминалите пет години; водеща позиция /контролиращ акционер или партньор/ във фирма, с

<sup>4</sup> Вж. Закон за Комисията за финансов надзор. Държавен вестник, бр. 8, 28 януари 2003.

<sup>5</sup> Към момента в страната съществуват три управляващи дружества. Вж. <http://www.ssec.bg/info-inv/info-docs/Spr12.html>

която корпорацията е във финансови отношения; ръководна позиция във фирма, в която ръководители на въпросната корпорация са били членове на комитета по възнагражденията<sup>6</sup>. Основните задължения на "независимите директори" са да проявяват лоялност към фирмата и да гарантират "... спазването на всички нормативни изисквания, регулиращи дейността на компанията"<sup>7</sup>. Дейността на "независимите директори" включва: подбор и назначаване на управляващия екип; утвърждаване на целите и корпоративната стратегия; определяне на възнагражденията; оценка на дейността и финансовото състояние на фирмата; разработване на предложения за развитие на компанията<sup>8</sup>. У нас тази практика е сравнително нова, но има необходимата нормативна регламентация (ЗППЦК, чл. 116а, ал. 2), която предписва, че "независимите директори" трябва да съставляват най-малко една трета от членовете на надзорния съвет или на съвета на директорите и да отговарят на следните условия: да не са служители на дружеството; да не са акционери с над 25% от гласовете в общото събрание или свързани с тях лица, които са в трайни търговски отношения с предприятието; да не са членове на управителен или контролен орган, прокурист или служител на търговско дружество или друго свързано с дружеството юридическо лице; да не са свързани с друг член на управителен или контролен орган на дружеството.

Поемането и изпълнението на конкретни задачи от несвързани помежду си, самостоятелно обособени лица с професионална подготовка и опит, които се ръководят основно от договорните си задължения за защита на инвеститорските интереси е допълнително условие за минимизиране на несистемния риск, присъщ на сделките с ценни книжа. В същата насока следва да се разглежда и нормативното изискване за отделяне имуществото на инвестиционното дружество от това на банката-депозитар и инвестиционния посредник (чл. 75, ал. 1 и чл. 173, ал. 5 от ЗППЦК).

Анализът на управленската структура в широк аспект и по-конкретно на обхвата от дейности, присъщи за всяка от структурните единици, предполага някои особености, които могат да се обобщят по следния начин:

1. Правото на инвестиционни решения и нареждания е отредено на управляващото дружество или на управителния орган на инвестиционното дружество (при инвестиционно дружество от затворен тип);

2. Изпълнението на инвестиционните решения и нареждания се възлага на упълномощен от управителния орган на инвестиционното дружество инвестиционен посредник;

3. Съхраняването на активите и разплащанията се осъществяват от банка-депозитар, съгласно сключен договор за депозитарни услуги<sup>9</sup>.

Въз основа на изложеното могат да се направят следните изводи:

1. Ефективността на управленската структура е в пряка зависимост от ефективността на нейните съставни елементи. Затова следва да се подчертае основополагащата роля на екипния подход, който е предпоставка за успешно решаване на поставените задачи. Този подход прилаган пълноценно в конкретните реалности повишава качеството на дейността и

<sup>6</sup> [http://www.csd.bg/news/slides\\_Bg.ppt](http://www.csd.bg/news/slides_Bg.ppt). Б о е в а, Б. За същината на корпоративното управление. С., УНСС, 21 ноември 2001, с. 7.

<sup>7</sup> П а к т а м, с. 8.

<sup>8</sup> П а к т а м, с. 9.

<sup>9</sup> За подробности вж. Д и м и т р о в, В. Основи на правния режим на инвестиционните ценни книжа. С., Нова звезда, 2001, с. 231-234.

конкурентноспособността на инвестиционното дружество в условията на свободни пазарни отношения.

2. Нарастващите нужди от информационно осигуряване на дейността изискват наличието и действието на информационни връзки, които безпрепятствено, в кратки срокове да дават пълна и точна информация за реалното състояние на икономическите субекти и резултатите от осъществяваните операции. Необходима е тясна интеграция на информационните потоци с глобалния масив от данни, присъщ на световния капиталов пазар. Мащабното развитие и навлизане на високите технологии във всички сфери на общественно-икономическите отношения правят разглежданата проблематика изключително актуална в контекста на средата, в която са призвани да функционират инвестиционните дружества. Затова една от най-важните задачи пред управителните органи на инвестиционните дружества е изграждането и поддържането на информационна система и съвкупност от данни, които да оптимизират процеса на инвестиране в прехвърляеми ценни книжа.

3. Системният управленски подход гарантира висока степен на прозрачност при вземането и изпълнението на инвестиционните решения и нареждания, и снижаване на риска при сключване на сделките. Този факт е предпоставка за нарастване на доверието към инвестиционното дружество от страна на потенциалните инвеститори и последващо повишаване на инвеститорския интерес.

4. Предоставена е възможност за осъществяване на ефективен вътрешен контрол в управляващата структура. Този контрол следва да защитава интересите на инвестиционното дружество т.е. интересите на самите инвеститори. Условие, което е допълнителен позитивен елемент при избора на алтернативни възможности за инвестиционна активност. Именно повишаване защитата на инвеститорските интереси е залегнала в основата на приетите изменения в ЗППЦК (чл. 116г), където като конкретна стъпка в подчертаната насока се конституира фигурата, обхвата на дейност, ролята и значението на "директор за връзки с инвеститорите", който е самостоятелно звено, отделно от управителния или контролния орган на дружеството и се отчита за дейността си пред акционерите на годишното общо събрание.

Изводите показват, че е налице положителна тенденция в нормативната уредба, касаеща обекта на изследване, затова разрешаването на съществуващите основни управленски проблеми, свързани с дейността на инвестиционните дружества са важен фактор за успешна дейност и налагането им като равнопоставен субект в икономиката на страната по пътя на нейната интеграция в световното пазарно стопанство.