

КОМАНДИТНИТЕ ДРУЖЕСТВА ПО БЪЛГАРСКОТО ПРАВО КАТО ВЪЗМОЖНА ФОРМА ЗА СТРУКТУРИРАНЕ НА АЛТЕРНАТИВЕН ИНВЕСТИЦИОНЕН ФОНД

ВИКТОР ТОКУШЕВ*

Катедра „Гражданскоправни науки“

Резюме: настоящото изследване си поставя за цел да изясни няколко групи въпроси, които са разгледани в своята взаимовръзка: 1) какво представляват алтернативните инвестиционни фондове и какви са изискванията към тях както в правото на ЕС, така и в българското право; 2) какви са причините, обосноваващи интереса към тези относително „екзотични“ инструменти за инвестиране; и 3) доколко командитните дружества, така както са уредени в действащия Търговски закон, са годна правноорганизационна форма за структуриране на алтернативен инвестиционен фонд. На база на анализ на релевантните норми от европейски порядък и действащото българско право се достига до основните изводи, че може да бъде обособена обща категория командитни дружества и че при структура, която включва дружество – фонд мениджър като неограничено отговорен съдружник, и инвеститори – като ограничено отговорни съдружници, командитните дружества могат да бъдат използвани за реализиране на АИФ за дялово инвестиране. Подобна форма на структуриране на АИФ би могла да послужи за изпълнение на целите, заложили пред „Фонд мениджър на финансови инструменти в България“ ЕАД в качеството му на институция, която обединява в национален план управлението на средства за финансови инструменти от Оперативните програми на ЕС.

* Главен асистент по гражданско и семейно (търговско) право в ЮФ на СУ „Св. Климент Охридски“, доктор по право, vtokushev@uni-sofi a.bg

* Chief Assist. Prof. in Company Law at the Faculty of Law, Sofia University „St.

Ключови думи: алтернативен инвестиционен фонд, командитно дружество, командитно дружество с акции, КД, КДА, дялово инвестиране, фонд на фондовете, алтернативни инвестиции.

LIMITED PARTNERSHIPS IN BULGARIAN LAW AS AN OPTION FOR STRUCTURING OF AN ALTERNATIVE INVESTMENT FUND

VIKTOR TOKUSHEV*
Civil Law Sciences Chair

Abstract: This study aims to clarify several groups of issues that are addressed in their relationship: 1) what are alternative investment funds and what are the requirements for them in both EU law and Bulgarian law; 2) what are the reasons justifying the interest in these relatively "exotic" investment vehicles; and 3) to what extent the limited partnerships, as regulated in the current Commercial act, are a suitable legal organizational form for structuring an alternative investment fund. Based on an analysis of the relevant norms of European legislation and the current Bulgarian law, the main conclusions are reached, namely that a general category of limited partnerships can be distinguished and that in a structure that includes a company – fund manager as a General partner (unlimited liability partner), and investors – as a limited liability partners, Limited partnerships can be used to implement AIF for Private equity investments. Such a form of structuring the AIF could serve to meet the objectives set before the Fund Manager of Financial Instruments in Bulgaria EAD in its capacity as an institution that combines on national level the management of funds for financial instruments from the EU Operational Programs.

Keywords: alternative investment fund, limited partnership, partnership limited by shares, private equity, Fund of Funds, alternative investments

I. Увод

Настоящото изследване си поставя за цел да изясни няколко групи въпроси, които са разгледани в своята взаимовръзка: 1) какво представляват алтернативните инвестиционни фондове и какви са изискванията към тях както в европейските правни актове, така и в българското законодателство; 2) какви са причините, обосноваващи повишения интерес към тези относително „екзотични“ инструменти за инвестиране и 3) доколко командитните дружества, така както са уредени в действащия Търговски закон, са годна правноорганизационна форма за структуриране на алтернативен инвестиционен фонд. С изключение на правния режим на командитните дружества никой от останалите въпроси не е бил предмет на изследване в нашата правна литература,

а командитните дружества са разгледани в светлината на приложимостта им

198

за създаване на алтернативни инвестиционни фондове, което също не е било предмет на анализ до този момент.

Интересът към поставените проблеми не е само теоретичен, той има свое то основание във възникналата необходимост от създаване на алтернативни инвестиционни фондове с цел реализиране на програми по европейските структурни и инвестиционни фондове. На следващо място, необходимостта от изследването е свързана и с относително лаконичната уредба на командитното дружество и командитното дружество с акции в Търговския закон и силно ограничената съдебна практика във връзка с тези дружествени форми.

II. Изложение на въпроса

1. Правен режим на алтернативните инвестиционни фондове

1.1. Уредба в рамките на ЕС

Режимът на алтернативните инвестиции е установен с Директива 2011/61/ ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 г. относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове и за изменение на директиви 2003/41/ЕО и 2009/65/ЕО и на регламенти (ЕО) № 1060/2009 и (ЕС) № 1095/2010 (Директива 2011/61).

В т. 10 от Преамбюла на Директива 2011/61 е посочено, че тя „няма за предмет регулирането на АИФ. Поради това регулирането на АИФ и надзорът върху тях следва да може да продължи да се осъществява на национално равнище“ и респективно регулацията на тази материя на равнището на ЕС би било непропорционално, а и би било трудно да се осигури толкова мащабна хармонизация поради изключителното разнообразие от алтернативни инвестиционни фондове (АИФ) в отделните държави членки.

С оглед на това, целта на Директива 2011/61 е тя да се прилага към т. нар. лица, управляващи АИФ („фонд мениджъри“ или ЛУАИФ), като в т. 3 от Преамбюла на Директива 2011/61 се акцентира върху това, че управляваните АИФ представляват „всички видове фондове, които не попадат в приложното поле на Директива 2009/65/ЕО¹⁴“.

По правило, предлагането на АИФ може да бъде осъществявано само спрямо професионални инвеститори и по изключение спрямо инвеститори на дребно, а съгласно т. 71 от Преамбюла на Директива 2011/61 всяка

държава трябва да извърши оценка на видовете АИФ с оглед на това дали са подходящи за предлагане на такива инвеститори на нейна територия.

¹ Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 г. за координиране на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК).

199

Директива 2011/61 определя правна рамка за упълномощаването, наблюдението и надзора на лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (ЛУАИФ). Предметът на директивата е тясно свързан с трансграничната дейност при АИФ и лицата, които ги управляват. По-специално се уреждат основни въпроси като „паспорт на ЛУАИФ“ в рамките на ЕС, след като се получи разрешение от компетентния орган в своята държава по произход от ЕС; изискване за минимален капитал под формата на ликвидни или кратко срочни активи; назначаване на независим депозитар (например банка или инвестиционен посредник); управление на риска и пруденциален² надзор върху ЛУАИФ; защита на инвеститорите в АИФ и др.

Изрично се предвижда, че държавите членки в ЕС могат да решат да не прилагат Директива 2011/61 за по-малки ЛУАИФ, т.е. при управлявани фондове с активи на стойност под 100 милиона евро, ако те използват ливъридж, и за активи под 500 милиона евро, ако не използват, и правото на обратно изкупуване не може да се упражнява през период от пет години след датата на първоначалните инвестиции във всеки АИФ. По-малките ЛУАИФ обаче са обект на минимални изисквания за регистрация и докладване.

С цел да се осигури съгласувана рамка за всички участници на пазара режимът, установен с Директивата е доразвит в няколко делегирани регламента с пряко действие, основният от които е Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013 на Комисията от 19 декември 2012 година за допълване на Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета по отношение на освобождаванията, общите условия във връзка с дейността, депозитарите, ливъриджа, прозречостта и надзора (Делегиран регламент 231/2013).

1.2. Национална уредба

В България режимът на АИФ и ЛУАИФ съгласно Директива 2011/61 е транспониран в Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране (ЗДКИСДПКИ)³ – част Трета „Други предприятия за колективно инвестиране“, дял Втори „Управление на алтернативни инвестиционни фондове“, чл. 194 – 263 от закона. Материята за АИФ и регулирането на режима на Фонд мениджърите (ЛУАИФ), е включена в закона през 2013 г. със Закона за изменение и допълнение на Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и

на други предприятия за колективно инвестиране⁴.

² Според Европейската централна банка пруденциалност е синоним на предпазливост, съчетана с предвидливост, а пруденциалните политики се отнасят до действия, които насърчават разумните практики и ограничават поемането на риск – <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/macropprudentialpolicies.bg.html>. ³ Обн., ДВ, бр. 77 от 2011 г., последно изм. с ДВ бр. 28 от 2020 г. ⁴ Обн., ДВ, бр. 102 от 2019 г.

200

Режимът на правната регулация отново е насочен към лицата, които управляват АИФ, а определение на АИФ е дадено в чл. 194, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ, което надгражда дефиницията, посочена в чл. 4, пар. 1, б. „а“ от Директива 2011/61. Съгласно тази разпоредба, *„Алтернативен инвестиционен фонд е предприятие за колективно инвестиране, включително негови инвестиционни подфондове, което е различно от колективна инвестиционна схема, което инвестира средства, които се набират от повече от едно лице, в съответствие с определена инвестиционна политика и в полза на тези лица, като набраните средства се инвестират и доходността се реализира на принципа на разпределение на риска и доходността между инвеститорите единствено според дела на извършените от тях инвестиции, без формиране на инвестиционни портфейли на отделните инвеститори“*.

На база на това законово определение могат да се изведат следните спецификации на АИФ:

1) АИФ е предприятие за колективно инвестиране (ПКИ), което набират средствата от повече от едно лице.

През 2013 г. Европейският орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП или ESMA) публикува свои Насоки⁵, чиято цел е да се гарантира общо, еднакво и последователно прилагане на концепциите, които съставляват определение то за „АИФ“ с оглед приложното поле на Директива 2011/61/ЕС. В т. 12 от Насоките са посочени 3 характеристики, едновременно наличие на които дефинират предприятието за колективно инвестиране като такова съгласно Директива 2011/61/ЕС. Първото изискване е предприятието да няма обща търговска или индустриална цел. На следващо място, то трябва да обединява капитал, събран от своите инвеститори, с цел инвестирането му, за да се генерира съвкупна възвръщаемост за тези инвеститори. На трето място, Насоките посочват, че инвеститорите в предприятието като колективна група не трябва да имат свобода на действие или контрол върху ежедневните дейности.

От посочените характеристики може да се изведе принципът за т.нар. *pooled investments* (обединени инвестиции), при които се набират средства от множество инвеститори с цел тяхното управление по сходен начин, така че

да се постигне доходност. Съгласно т. 18 от Насоките на ESMA относно понятие то за „множество инвеститори“, може да се обобщи, че съответните национални законодателства на държавите членки в ЕС могат да предвиждат съществуването на АИФ и само с един инвеститор при определени предпоставки.

В българското законодателство се приема изрично, че за целите на закона средствата се считат за набрани от повече от едно лице дори когато има само един инвеститор в АИФ, ако няма поставени ограничения за това потенциално да се включат и други лица. Съгласно чл. 194, ал. 2, т. 1 от ЗДКИСДПКИ, в

⁵ Насоки относно ключови концепции на директивата относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове, 13.08.2013 | ESMA/2013/611

201

случая АИФ не трябва да е ограничено от националното си законодателство, учредителните си актове и други нормативно или договорно установени изисквания да набира средства от повече от едно лице.

На следващо място, дори да има подобни ограничения, то отново е възможно съгласно чл. 194, ал. 2, т. 2 от ЗДКИСДПКИ да има структура само с 1 инвеститор, ако той от своя страна инвестира средства, които са набрани от повече от едно лице с цел инвестирането им в полза на тези лица.

Следва да се обърне внимание, че законовите изисквания за публично предлагане на ценни книжа⁶ не са задължителна характеристика от дефиницията на АИФ (извън случаите на Национален инвестиционен фонд по чл. 171 и сл. във вр. с чл. 194, ал. 6 от ЗДКИСДПКИ) и набирането на средства чрез публично предлагане на ценни книжа е само възможна опция, но не и изискване при структуриране и набиране на капитал на АИФ (и изключение на АИФ от категорията на НИФ).

2) АИФ е ПКИ, което се различава от Колективна инвестиционна схема (КИС).

Поставеният в закона акцент за различаване между АИФ и КИС е основополагаща концепция при уредбата на АИФ. Подобно разграничение се използва и е възприето в европейската регулация, доколкото КИС са най-популярните и съответно регулирани инструменти за колективни инвестиции от страна на гражданите и бизнеса (обхващащи около 75% от всички колективни инвестиции от непрофесионални инвеститори в Европа⁷).

Колективните инвестиционни схеми са уредени в актуалното българското законодателство на база Директива 2009/65/ЕО (четвъртата версия на законодателството относно ПКИПЦК, която заменя Директива 85/611/ЕО). Разликите между КИС и АИФ ясно могат да се посочат при съпоставка между чл.

194, ал. 1 от закона, дефиниращ АИФ, и чл. 4, ал. 1 от закона, дефиниращ

КИС, основно в три насоки.

На първо място, при КИС се набират парични средства⁸ от инвеститорите чрез публично предлагане. На следващо място, при КИС набраните средства се инвестират в прехвърляеми ценни книжа или други ликвидни финансови активи по смисъла на закона. На трето място, КИС по дефиниция са *open ended* (отворени ПКИ) като извършват обратно изкупуване на издадените в

⁶ Съгласно чл. 4, ал. 1 от ЗППЦК това е предоставянето на информация за предлагане на ценни книжа, адресирана до 150 и повече лица или до неопределен кръг лица в каквато и да е форма и чрез каквито и да е средства, съдържаща достатъчно данни за условията на предлагането и предлаганите ценни книжа, така че да могат инвеститорите да вземат решение за записване или закупуване на тези ценни книжа.

⁷

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_en

⁸ Като изключение от изискването да се инвестират парични средства законът пред вижда инвестиране на финансови инструменти при пасивно управляваните борсово търгувани фондове по чл. 21, ал. 8 от ЗДКИСДПКИ.

202

полза на инвеститорите дялове на база нетната стойност на активите на КИС при отправено искане от страна на инвеститора.

За разлика от КИС, АИФ най-общо може да се посочи, че извършва инвестиции си във всичко това, в което КИС или не може да инвестира въобще (напр. КИС не могат да инвестират в благородни метали съгласно чл. 38, ал. 3 от ЗДКИСДПКИ), или има съществено ограничение за обема на инвестицията на КИС в дадена категория актив (напр. извършване на дялови инвестиции в акции от дружества, които не се търгуват на регулиран пазар⁹ – темата за дяловите инвестиции в непублични компании (*Private equity investments*) е разгледана по-подробно в т. 2 по-долу).

3) АИФ инвестира в съответствие с определена инвестиционна политика в полза на своите инвеститори.

В чл. 194, ал. 3 от ЗДКИСДПКИ изчерпателно са посочени изискванията, при изпълнение на които следва да се приеме, че АИФ има определена инвестиционна политика, като следва да е изпълнен поне един от четирите критерия. На първо място, такава е налице, ако инвестиционната политика е определена преди инвестицията в предприятието за колективно инвестиране да е неоттегляема. На второ място, определена инвестиционна политика има, ако тя е част от учредителните актове на ПКИ или е посочена в друг документ, към който негов учредителен акт препраща. На следващо място, инвестиционната политика се приема като определена такава, ако тя е задължителна за ЛУАИФ и инвеститорите имат възможност да изискват от Фонд мениджъра спазване на политиката, включително по принудителен ред. На четвърто място, АИФ има определена инвестиционна политика, ако

политиката установява правила за инвестиране, включващи някои от законовите критерии за разпределяне на инвестициите по категории активи, стратегии за инвестиране, географски региони, ограничения на използвания ливъридж, задължителен период за задържане на инвестицията, поставяне на други ограничения с цел разпределение на риска.

4) АИФ инвестира на принципа на разпределение на риска. Подобно изискване е характерно за КИС и е свързано с диверсификацията на инвестицията в рамките на даден портфейл в различни активи. При КИС това изискване следва да се спазва изключително стриктно и е включено в самата дефиниция за колективната схема в чл. 4, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ, която препраща към инвестиционните ограничения по чл. 38, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ. Максималните прагове за инвестиции допълнително са стеснени чрез забраните за концентрация на инвестициите на КИС в едно и също лице (чл. 45 и чл. 48 от ЗДКИСДПКИ).

⁹ КИС могат да инвестират до 10% от активите си в тях съгласно чл. 38, ал. 2 от ЗДКИСДПКИ.

203

Характерно за АИФ е, че на законово ниво подобни ограничения не са предвидени и на практика как ще се осъществява този принцип следва да е посочено в коментирания по-горе инвестиционна политика.

5) АИФ разпределя печалба между инвеститорите единствено според дела на извършените от тях инвестиции.

Последното изискване е ясно само по себе си и не се нуждае от тълкуване. То е типично за инвестициите и е свързано с това как се разпределят ползите между инвеститорите във всяка една инвестиционна структура.

Извън посочената и анализирана по-горе дефиниция за АИФ остава обаче един от най-съществените отличителни белези на АИФ, а именно липсата на императивно изискване към правната форма, в рамките на която се структурира съответният АИФ. В чл. 194, ал. 5 ясно е посочено, че за да се определи едно предприятие като АИФ няма значение дали е от отворен или от затворен тип. На следващо място, за АИФ няма значение дали е организиран като договорен фонд, като тръст, като инвестиционно дружество или в друга правна форма, както и дали е регистрирано, лицензирано или има седалище в държава членка или в трета държава.

Въведените в закона изисквания отразяват текстовете на чл. 2, пар. 2 от Директива 2011/61/ЕС. Доколкото са спазени принципните характеристики от дефиницията по чл. 194, ал. 1 от ЗДКИСДПКИ, АИФ потенциално би могъл да приеме всяка една форма на сдружаване и коопериране по националното право, без значение дали е в рамките на персонално или

капиталово търговско дружество, договорно обединение чрез гражданско дружество по чл. 357 от Закона за задълженията и договорите¹⁰, тръст и т.н.

На следващо място, определени категории в ЗДКИСДПКИ изрично са прогласени за АИФ – така съгласно изричната законова разпоредба на чл. 194, ал. 6 от ЗДКИСДПКИ, националните инвестиционни фондове, които са обект на по-строги формални изисквания подобно на КИС, също се приемат за АИФ.

За пълнота следва да се отбележи и неприложимостта на ЗДКИСДПКИ по отношение на някои категории, изрично посочени в чл. 196 от закона, в това число холдинговите дружества и дружествата със специална инвестиционна цел, чиято единствена цел е извършването на секюритизация, последните от които подробно вече съм разгледал¹¹.

1.3. Обобщение

На база анализа по-горе може да се направи извод, че основната идея на регулацията и на европейско, и на национално ниво е, че се регламентира дейността на ЛУАИФ, а не на АИФ и че алтернативният фонд може да приема

¹⁰ Обн., ДВ, бр. 275 от 1950 г., посл. изм. с ДВ бр. 42 от 2018 г. ¹¹ Токушев, Виктор. Дружества със специална инвестиционна цел. София: Сиби, 2012, стр. 77 и сл.

всякаква правна форма без ограничения – капиталово или персонално търговско дружество или гражданско дружество.

От своя страна, пълната свобода, която Директива 2011/61/ЕС и ЗДКИСДПКИ дават, когато се създава АИФ, поставя въпроса как да се структурира подобна инвестиция, която ще се управлява от съответния Фонд мени джър. Лице, което възнамерява да извършва дейност по управление на алтернативни инвестиционни фондове следва да получи предварително регистрацията (облекчен режим, ако не се надхвърлят праговете от 100 млн. евро при използване на ливъридж/500 млн. евро, ако не се използва ливъридж и е спазено условието за времево ограничаване на обратното изкупуване) или лиценз от Комисията за финансов надзор (лиценз по желание, ако управляваните активи са под праговете, или като задължителна предпоставка, ако се надхвърлят посочените прагове). С оглед на това, може да се приеме, че е налице облекчен режим за регистриране на ЛУАИФ, когато не се касае до задължително лицензионно производство (при управление на активи над посочените прагове) или до доброволно лицензионно производство.

С промени в закона от края на 2019 г.¹², в производството по регистрацията на ЛУАИФ съгласно чл. 214, ал. 2, т. 4 от ЗДКИСДПКИ следва

да се предста вят пред надзорния орган проекти на устав, правила и други учредителни ак тове на всеки алтернативен инвестиционен фонд, който ЛУАИФ възнамерява да управлява. Това е аргумент още веднъж да се постави като предварителен въпросът като какво и как може да се структурира АИФ по българското право.

2. Структуриране на дялови инвестиции чрез АИФ

2.1. Възприемане на структурата на АИФ в България

В периода 2013–2018 г. интерес към реализиране на алтернативни инвестиции чрез регистрация или лицензиране на ЛУАИФ на практика липсва, до колкото са регистрирани едва три лица, две от които са управляващи дружества, които са разширили своя лиценз по облекчен ред съгласно чл. 201, ал. 3 от ЗДКИСДПКИ, и едно национално инвестиционно дружество от затворен тип.

Едва в края на 2018 г. е налице първата регистрация на ЛУАИФ по облекчения режим на чл. 214 и сл. от ЗДКИСДПКИ, който не е съществуващо управляващо дружество или национален инвестиционен фонд, а през 2019 г. са извършени нови 7 регистрации, от които само 1 е на управляващо дружество, което е разширило своя лиценз по облекчения ред.

¹² Закон за изменение и допълнение на Закона за дейността на колективните инвестиционни схеми и на други предприятия за колективно инвестиране, обн., ДВ, бр. 102 от 2019 г.

1) Фонд на фондовете.

Промяната в засилването на интереса към тези структури може да се открие на база няколко фактора. Като **първи фактор** може да се посочи създаването в България на „Фонд мениджър на финансови инструменти в България“ АД (ФМФИБ) през 2015 г. и същинското започване на инвестиционната му дейност през 2017 г.¹³ ФМФИБ е учредено като еднолично акционерно дружество с държавно участие в капитала по силата на разпореждане на Министерски съвет от 2015 г.¹⁴ с цел да управлява като Фонд на фондовете (ФнФ)¹⁵ средства от европейските структурни и инвестиционни фондове.

Създаването му цели да отговори на разширяването на обхвата и значителното увеличение на размера на средствата за финансови инструменти¹⁶ за програмен период 2014–2020 г., което се очаква да продължи като тенденция и през следващия програмен период 2021–2027 г. С оглед промяната във фокуса на европейските инициативи за подпомагане на гражданите и бизнеса, финансовите инструменти се явяват алтернатива на безвъзмездната помощ и

придобиват все по-важна роля в бюджета на Европейския съюз. ФМФИБ цели постигане на взаимодействие и взаимно допълване между финансовите инструменти, финансирани със средства от европейските структурни и инвестиционни фондове (ЕСИФ), други инструменти на ЕС (финансови инструменти и безвъзмездни средства), програми с публични средства на национално равнище и безвъзмездни средства от структурните фондове.

Регламент (ЕС) № 1303/2013¹⁷ в своя член 38, параграф 4 посочва възможностите за структуриране на финансови инструменти, които се създават на

¹³ С решение от 13.09.2017 г. на ФМФИБ е открита първата процедура по избор на финансови посредници, които да структурират АИФ. ¹⁴ Разпореждане № 3 на Министерски съвет на Република България от 22 юли 2015 г., изменено с Разпореждане № 5 на Министерския съвет на Република България от 23 септември 2015 г. ¹⁵ По смисъла на член 2, параграф 27 от Регламент (ЕС) № 1303/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 17 декември 2013 година за определяне на общоприетите разпоредби за Европейския фонд за регионално развитие, Европейския социален фонд, Кохезионния фонд, Европейския земеделски фонд за развитие на селските райони и Европейския фонд за морско дело и рибарство и за определяне на общи разпоредби за Европейския фонд за регионално развитие, Европейския социален фонд, Кохезионния фонд и Европейския фонд за морско дело и рибарство, и за отмяна на Регламент (ЕО) № 1083/2006 на Съвета ¹⁶ Под финансови инструменти в контекста на европейските програми следва да се разбират финансовата подкрепа за проекти, които потенциално биха могли да започнат да се самоиздържат, под формата на заеми, гаранции или дялово участие (непряко чрез АИФ), което е различно от финансовите инструменти по чл. 4 от Закона за пазарите на финансови инструменти. ¹⁷ на Европейския парламент и на Съвета от 17.12.2013 г. за определяне на общоприложими разпоредби за Европейския фонд за регионално развитие, Европейския социален фонд, Кохезионния фонд, Европейския земеделски фонд за развитие на селските райони

206

национално ниво от държавите членки. Фондът на фондовете може да повери структурирането и изпълнението на финансовите инструменти на избран финансов посредник¹⁸, който на свой ред да извърши инвестициите в крайните получатели в съответствие със заложените цели. Този механизъм се реализира като Фондът на фондовете и фонд мениджърът създадат нова структура под формата на отделен Алтернативен инвестиционен фонд за извършване на инвестиции, съответстващи на целите на регламента и приоритетите на съответните европейски програми.

Предвидените в европейското законодателство механизми се провеждат на национално ниво в текстовете на чл. 5, ал. 1 и ал. 2 от Закона за управление на средствата от Европейските структурни и инвестиционни фондове¹⁹ (ЗУСЕСИФ). В рамките на процедура съгласно Закона за обществените

поръчки²⁰, ФМФИБ възлага на избран финансов посредник учредяването на алтернативен инвестиционен фонд (АИФ) за дялови инвестиции по смисъла на Директивата 2011/61, чрез който ЛУАИФ да разходва средствата съгласно заложените цели на съответната процедура.

На следващо място, на ФМФИБ е възложено²¹ преодоляване на установено с предварителна оценка неефективно функциониране на пазара в секторите на иновациите и конкурентоспособността на малките и средни предприятия чрез улесняване достъпа им до финансиране чрез един или няколко финансови инструмента в сътрудничество с избраните финансови посредници.

Към момента активните програми на ФМФИБ, включващи структурирането на АИФ, не са много на брой, но чрез тях се управляват значителни по своя обем публични средства (над 100 млн. евро) и всички те се изпълняват в съответствие с целите на Оперативна програма „Иновации и конкурентоспособност 2014–2020 г. (ОПИК). На този етап са регистрирани 2 фонда за ускоряване и начално финансиране (ФУНФ) и още 1 фонд е в процес на регистрация. Инициативите по ФУНФ са насочени към подкрепа и развитие на устойчиви бизнес модели и подобряване на предприемаческата екосистема

и Европейския фонд за морско дело и рибарство и за определяне на общи разпоредби за Европейския фонд за регионално развитие, Европейския социален фонд, Кохезионния фонд и Европейския фонд за морско дело и рибарство, и за отмяна на Регламент (ЕО) № 1083/2006 на Съвета.

¹⁸ В контекста на разглежданата материя и в отношенията с ФМФИБ, използваните термини Финансов посредник, Фонд мениджър и ЛУАИФ имат един и същи смисъл.

¹⁹ Обн., ДВ, бр. 101 от 2015 г., с всички последващи изменения и допълнения. ²⁰ Обн., ДВ, бр. 13 от 2016 г., посл. изм. с ДВ, бр. 23 от 2020 г. ²¹ По силата на Финансово споразумение, сключено на 1 август 2016 г. между Министерството на икономиката като Управляващ орган (Управляващият орган) за ОПИК и ФМФИБ.

207

в България²². На следващо място, регистриран е и Фонд за рисков капитал²³, чиято цел е да се подкрепят малки и средни предприятия (МСП) през първите пет години след учредяването им, тъй като в този рисков период те срещат затруднения да продължат дейността си поради липса на финансови ресурси и ефективна структура на управление.

Съгласно публично достъпната информация, през 2020 г. предстои структурирането и на още два фонда за дялови инвестиции в рамките на европейските инициативи. След създаването на Фонд Мецанин/Растеж²⁴ ще се предоставя подкрепа за развитието на конкурентоспособността на българските МСП в зрял етап на развитие, които имат потенциал за растеж и с планове за

разширяване и подобряване на дейността, навлизане на нови пазари, както и разработването на нови продукти и услуги. На следващо място, в рамките на един или няколко Фонда за технологичен трансфер²⁵ ще бъде осигурено финансиране за МСП-та в секторите Информационни и комуникационни технологии (ИКТ), фармация и биотехнологии, мехатроника, нано и чисти техно логии, креативни и рекреативни индустрии.

Всяка от посочените по-горе инициативи за подкрепа на бизнеса чрез дя лови инвестиции е предвидено да се осъществяват от избран чрез обществена поръчка финансов посредник (ЛУАИФ), който следва да организира дейност та на съответен АИФ.

2) Промени в данъчното законодателство, свързани с АИФ. Като **втори фактор** за повишаването на интереса към структуриране на АИФ се явяват промените в данъчното законодателство от края на 2017 г.²⁶ и предвиждането в чл. 46, ал. 1, т. 6 от Закона за данък върху добавената стой ност (ЗДДС)²⁷ като освободена от данък добавена стойност (ДДС) доставката на услуги по изпълнение на финансови инструменти въз основа на Опера тивните споразумения, сключвани с ФМФИБ (финансови споразумения по смисъла на чл. 38, параграф 7 от Регламент (ЕС) № 1303/2013). На следващо място, съгласно промените от края на 2018 г.²⁸ в чл. 174 от Закона за корпоративното подоходно облагане²⁹, алтернативните инвес тиционни фондове, създадени за изпълнението на финансови инструмен

²² <https://www.fmfi.bg/bg/fi>

/21-equity-and-quasiequity-investments/10-seedacceleration-and-startup-fund

²³ <https://www.fmfi>

b.bg/bg/fi

/21-equity-and-quasiequity-investments/13-venture-capital-fund ²⁴ <https://www.fmfi>

b.bg/bg/fi /21-equity-and-quasiequity-investments/11-mezzaninegrowth-fund ²⁵

<https://www.fmfi> b.bg/bg/fi

/21-equity-and-quasiequity-investments/9-technology-transfer-fund ²⁶ Закон за

изменение и допълнение на Закона за данък върху добавената стойност,

обн., ДВ бр. 97 от 2017 г. ²⁷ Обн., ДВ, бр. 63 от 2006 г., посл. изм. с ДВ, бр. 18 от 2020 г.

²⁸ Пар. 19 от Преходните и заключителни разпоредби на Закона за държавния бюджет на

Република България за 2019 г., обн., ДВ, бр. 103 от 2018 г. ²⁹ Обн., ДВ, бр. 105 от 2006 г., посл. изм. с ДВ, бр. 38 от 2020 г.

208

ти въз основа на Оперативните споразумения, сключвани с ФМФИБ (фи нансови споразумения по смисъла на чл. 38, параграф 7 от Регламент (ЕС) № 1303/2013), са освободени от корпоративен данък.

От посочените промени в данъчната политика се виждат ясно усилията на държавата да подкрепи дейността на ФМФИБ като създава стимули за структурирането на АИФ при изпълнение на финансови инструменти в

рамките на европейските програми. Това ясно показва какви на практика са предизвика телствата от данъчна гледна точка пред развитието на дяловите инвестиции и начинът за тяхното преодоляване – неначисляване на ДДС върху таксите за управление на АИФ; предвиждане на данъчно прозрачни структури, при които приход или капиталови печалби по правило не са облагаеми данъчно на ниво фонд в страната, в която той е учреден.

От друга страна, въпреки, че фискалните стимули са добър сигнал за инвестиционната общност като цяло, то не може да бъде подминат неравноп равният режим между напълно частните дялови инвестиции и тези, при които има съчетаване с преобладаващо публични средства. На база нарочен финан сов анализ при бъдещи законодателни промени в данъчния режим, биха мог ли да се преценят ползите от въвеждането на фискални стимули и за изцяло частните дялови инвестиции без публични средства.

В обобщение на горното, може да се направи връзка между разгръщане то на дейността си през 2017 г. на ФМФИБ, който провежда държавната по литика по управление на финансови инструменти, последващите промени в данъчната политика през 2017 и 2018 г., и ръста след 2018 г. в регистрираните ЛУАИФ, които управляват АИФ, създадени за изпълнение на финансови ин струменти въз основа на Оперативните споразумения, сключвани с ФМФИБ.

Създаването на добра нормативна среда за АИФ дава резултат и през 2020 г. по публично достъпна информация е предвидено регистрирането на нови Фонд мениджъри, които да създадат АИФ. Независимо че част от ЛУАИФ са регистрирани в резултат именно на започналата дейност на ФМФИБ, ин тересът към алтернативното инвестиране като цяло се развива като са реги стрирани и няколко ЛУАИФ, поели управление на АИФ, без инвестиране на публични средства³⁰.

2.2. Развитие на концепцията за частно дялово инвестиране Следва да се отбележи, че въпреки комбинацията от публични средства и частен капитал в описаните в предходната точка инициативи на ФМФИБ, то това не е нова концепция, доколкото все пак се извършват дялови инвестиции. Терминът, който се е наложил в тази сфера е Private equity (PE) и за целите на това изследване ще бъде обозначаван на български език като Дялова инвести ция чрез фондове за Рисков Капитал (Venture Capital). Може да се приеме, че

³⁰ Вж. бележка 42 по-долу.

PE е обобщаващо понятие и обхваща в себе си четири различни модела³¹, чрез които се извършват частни инвестиции в непублични дружества. В исторически план развитието на дяловите инвестиции се свързва със САЩ и техният подем започва с технологичната революция през 70-те и 80-те

години на 20 в. По това време технологични компании (включително Apple и Intel) получават средства за разширяване на бизнеса си от нововъзникващата екосистема за дялови инвестиции в Силиконовата долина. Краят на този период се свързва с т. нар. дот-ком балон (dot-com bubble) и неговото спукване през 2001 г., когато много от финансираните компании фалират и това води до траен спад на нивата на инвестициите. Американските фондове за дялови инвестиции се приспособяват към промените в пазарните условия и се възстановяват много по-бързо (по-специално тези, които работят в близост до центрове на дейност, като Силиконовата долина), отколкото тези в Европа³². Въпреки че са възможни и други правни форми, организациите за дялови инвестиции в САЩ обикновено се регистрират като командитни дружества (Limited partnership или LP)³³ и тази форма се определя от някои автори като „доминиращата форма за дялови инвестиции“³⁴. По изчисления, през 1984 г. 72% от общия обем от дялови инвестиции (16,3 милиарда долара) е съсредоточен преобладаващо в командитни дружества³⁵. Фонд мениджърът има качеството на неограничено отговорен съдружник, а отговорността на инвеститорите е ограничена и те най-често са институционални инвеститори и пенсионни фондове, застрахователни компании, фондации³⁶. Спукването на дот-ком балона е в основата на съревнованието между Европейския съюз и САЩ в областта на инвестициите в технологичната и биотехнологичната индустрии, както и подкрепата за малките и средни предприятия. В периода 1998–2018 г. без да се ограничават само до това, в рамките

³¹ **Fabozzi**, Frank J. The handbook of financial instruments, 2002, стр. 671, където се разглеждат следните:

Venture capital financing (VC) – за извършване на рискови инвестиции в стартиращи компании; Leveraged buyouts (LBOs) – за изкупуване на публични дружества и тяхното отписване от борсата; Mezzanine financing (MF) – комбинация от дългово и дялово финансиране; Distressed debt financing (DDF) – инвестиции в съществуващи подценени компании.

³² Expert Group, Report. Removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments. European Commission, 2007. P. 5. ³³ **Sahlman**, William A. The Structure and Governance of Venture-capital Organizations, 27 J. FIN. ECON. 473, 487 (1990); **Bernard S. Black & Ronald J. Gilson**. Venture Capital and the Structure of Capital Markets Banks versus Stock Markets, 47 J. FIN. ECON. 243, 252 (1998). ³⁴ **Fabozzi**, Frank J. The handbook of financial instruments, 2002, p. 678. ³⁵ **Kenney**, Martin. How Venture Capital Became a Component of the U.S. National System of Innovation (May 2011). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1847203> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1847203>

³⁶ **Bernard S. Black & Ronald J. Gilson**. Venture Capital and the Structure of Capital Markets Banks versus Stock Markets, 47 J. FIN. ECON. 243, 248 (1998).

задвижвани от политиките за насърчаване на предприемачеството и малките и средни предприятия. Към 2012 г. около 85% от дяловите инвестиции в Еуро па са в МСП като са подкрепени около 22 000 такива компании в ЕС³⁷.

По-голямата част от европейските фондове за дялови инвестиции (с над 925 членове) са обединени в рамките на Европейската асоциация за частен капитал и рисков капитал (EVCA). Тя е създадена през 1983 г. и е базирана в Брюксел. EVCA представлява европейския сектор на фондовете за дялови инвестиции. Ролята на асоциацията включва защита на интересите на сектора пред регулаторните органи, разработване на професионални стандарти³⁸, предоставяне на статистически данни и други дейности в подкрепа на своите членове. От 2015 г. асоциацията се ребрандира на Invest Europe. На база изследванията на тази организация и въпреки многообразието от правни системи и регулации в ЕС, при структурирането на фондовете за дяло ви инвестиции може да се приеме, че общата и типична рамка представляват командитни дружества със срок от 10 години³⁹. Въпреки това, следва да се отбележи, че няма стандартно определение на „командитно дружество“ във всички държави членки, нито общо разбиране за неговите характеристики⁴⁰. С оглед на това, биха могли да се изведат следните по-важни белези, типични за повечето фондове за дялови инвестиции в ЕС⁴¹.

На първо място, създава се отделна структура за определен период от време между инвеститорите във Фонда и Фонд мениджъра, който извършва дяловите инвестиции на портфейлна база. Инвеститорите имат ограничена отговорност, а фонд мениджърът има неограничена отговорност.

На следващо място, подробностите относно политиката на управление на фонда и разпределянето на рисковете и печалбите следва да се опишат в писмено споразумение между инвеститорите (напр. дружествен договор).

На трето място, данъчният режим за частните дялови инвестиции следва да позволява създаването на прозрачни за данъчни цели структури, при които

³⁷ EVCA (2012). The little book of private equity. Available at: <https://www.scribd.com/document/129155484/EVCAs-Little-Book-of-Private-Equity> ³⁸ Следва да се отбележи едно от изискванията, които ФМФИБ поставя пред кандидати за Фонд мениджър на АИФ съгласно документацията за участие в обществените поръчки, а именно да изпълняват своите функции в съответствие с най-добрите пазарни практики и при спазване на професионални стандарти, публикувани от Invest Europe или други еквивалентни организации в сектора.

³⁹ EVCA (2012). The little book of private equity. Available at: <https://www.scribd.com/document/129155484/EVCAs-Little-Book-of-Private-Equity>

⁴⁰ Expert group report on removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds, Directorate-General for Enterprise and Industry European Commission, p. 15. ⁴¹ Expert group report on removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds, Directorate-General for Enterprise and Industry European Commission, Annex I, p. 28.

не се начислява ДДС върху услугите за управление на фонда за дялови инвестиции, а приходите или капиталовите печалби не са облагаеми данъчно на ниво фонд в страната, в която той е учреден.

Засиленият интерес към дялови инвестиции в технологични и иновативни компании достига и до България. Частни организации се структурират по сходен на описания по-горе начин и в периода 2016–2018 г. има няколко ко-мандитни дружества с акции, които са вписани в Търговския регистър⁴². Съобразно имената им и публично достъпната информация за тях, може да се приеме, че това са частни фондове за дялови инвестиции, с определена инвестиционна стратегия, повечето от които са учредени за срок от 10 години. Тези фондове са регистрирани извън рамката на АИФ и ЛУАИФ и доколкото не реализират програмите на ФМФИБ, то същите не биха могли да се възползват от фискалните стимули.

С оглед на това, изглежда, че вече е дошъл моментът за по-организирано отношение към дяловото инвестиране от страна на бизнеса и държавата.

2.3 . Характеристики на структурата, чрез която се извършва дялово инвестиране

Създаденият интерес към АИФ и изчерпателната уредба в закона на същностните белези на АИФ могат да поставят въпроса за това как следва да се структурира такъв фонд. Ако се възприеме концепцията, че АИФ е съвкупност от средства, които се управляват от Фонд мениджъра, то очевидно най-подходяща е структурата на договорния фонд (подобно на КИС), който се управлява от ЛУАИФ. Липсата на позитивноправна уредба в случая, извън тази за КИС и лицензираните управляващи дружества, води до необходимостта да се разгледа възможността за структуриране на фонд под формата на гражданско дружество по ЗЗД, което би следвало на общо основание да е допустима форма за АИФ.

Гражданското дружество (ГД) не е самостоятелен правен субект (юридическо лице), различен от този на участващите в него инвеститори, а е вид договор, уреден в Закона за задълженията и договорите (ЗЗД)⁴³. Въз основа на него физически и/или юридически лица се съгласяват да се обединят за постигане на обща стопанска цел. При ГД отговорността на инвеститорите не може да бъде ограничена, а инвестициите от своя страна ще се считат за такива на лицето, което ги извършва – фонд мениджърът, доколкото той ще ги прави от свое име. По този начин инвеститорите няма да имат контрол над средствата си.

⁴² „ЛХ Ко-инвест“ КДА (2016 г.); „ИмВенчър“ КДА (2017 г.); „Нео Венчърс“ КДА

(2017 г.), „Илевън Инвестмънтс“ КДА (2018 г.).⁴³ Обн., ДВ, бр. 275 от 22.11.1950 г., последно изменение ДВ бр. 42 от 22.05.2018 г.

212

Горното мотивира разглеждането на въпроса как се реализират на практика дяловите инвестиции в световната практика с оглед утвърдените бизнес модели за това като се изведат някои общи белези. Както установихме по-горе, в САЩ най-разпространената форма е тази на командитното дружество (LP). Някои автори посочват, че то е „единствената най-важна организационна иновация на съвременната система за рисков капитал“⁴⁴. С оглед на това, предмет на изследване ще бъде доколко в рамките на българската правна система този подход може да бъде реализиран на плоскостта на уредените в Търговския закон командитно дружество и командитно дружество с акции, които ще бъдат разгледани в т. 4, във връзка с възможностите за структуриране на алтернативен фонд за дялови инвестиции.

В допълнение на посоченото по-горе, при анализа на оперативните споразумения, сключвани от ФМФИБ и описани по-горе може да се установи, че има специфични изисквания към финансовия инструмент, който предстои да бъде структуриран и да изпълни програмата (АИФ). Някои от тези изисквания съответстват на вече разгледаните по-горе характеристики на фондовете за дялови инвестиции, а други отразяват спецификите при предоставяне на публични средства.

Във всяко едно от оперативните споразумения могат да се открият общи белези, които са свързани с корпоративното устройство на АИФ, повечето от които могат да се изведат като определящи. На първо място, АИФ следва да бъде учреден за срок от 10 (десет) години и за инвеститорите в АИФ е предвидена ограничена отговорност до размера на инвестицията. За всеки инвеститор е предвидено право на такъв брой гласове в събранието на инвеститорите, който е пропорционален на неговия дял от предоставените средства. Предвидено е приемането на решения с различно мнозинство, а ФМФИБ има блокиращо участие при гласуването. Предвиждат се и допълнителни органи, които не се откриват при законово уредените корпоративни юридически лица и се явяват факултативни: консултативен съвет (комитет) и инвестиционен комитет (съвет).

На следващо място, в зависимост от правноорганизационната форма на АИФ се изисква конституирането на орган на управление, който да представлява и действа от името и за сметка на АИФ като негов законен представител. Той се състои само от фонд мениджъра и/или от фонд мениджъра и лица, посочени от фонд мениджъра, което гарантира изключителното право на фонд мениджъра да взема самостоятелно инвестиционни решения.

⁴⁴ Martin **Kenney** & Richard **Florida**, Venture Capital in Silicon Valley: Fueling New Firm Formation, in UNDERSTANDING SILICON VALLEY: THE ANATOMY OF AN ENTREPRENEURIAL REGION 121 (2000).

213

Инвестиционната стратегия на АИФ е предварително дефинирана и де тайлно разписана в дружествените документи, както и последиците от не спазването ѝ.

Уредено е предоставяне на средства от инвеститорите при поискване от фонд мениджъра, които са свързани единствено с реализиране на инвестиционната стратегия на АИФ (извършване на първоначални и последващи инвестиции, както и такса управление), за които изрично е посочено, че не подлежат на връщане, което по смисъла на българското право ги приравнява на вноски в капитала и изключва възможността да се третират като заемни средства.

Отделно внимание следва да се обърне и на един от най-съществените характерни белези на фондовете за дялови инвестиции – специалният ред, по който се изплащат средства на инвеститорите. За да се стигне до това обаче, първо трябва да се наберат целеви средства от инвеститорите (за конкретна инвестиция) с очакване за увеличаване на стойността ѝ във времето. Ако се стигне до последваща препродажба на тази инвестиция, то може да се приеме, че фондът успешно е подпомогнал съответното дружество (т.нар. “Exit” – изход от инвестицията) и е генерирана печалба за инвеститорите. В този случай, фонд мениджърът обичайно разпределя натрупаните средства обратно към инвеститорите и характерното в случая е, че това разпределение включва в себе си не само разликата между инвестираните средства и получената сума от изхода, а и номиналният размер на предоставената от инвеститорите сума за конкретната инвестиция⁴⁵. Това лесно може да се обясни с логиката при структурирането на фондове за дялови инвестиции, които поначало са създадени обичайно за 10-годишен период.

За пълнота следва да се отбележи, че са познати и т.нар. „вечни фондове“ (Perpetual funds), при които още при учредяването им е посочено, че генерираните от успешните инвестиции средства, които съответстват на номинал

⁴⁵ В сключваните с ФМФИБ Оперативни споразумения процедурата се описва по следователно като „Каскада на разпределение“ и в обобщен вид съдържа 4 последователни стъпки или етапа, които се реализират като единно плащане в полза на съответното лице. От получената нетна стойност на Изхода, на инвеститорите се възстановява сума съразмерно на внесения от тях и усвоен от АИФ паричен ресурс (съответна номинална стойност от инвестицията). След това на инвеститорите се изплаща сума, съответстваща

на уговорената минимална норма на възвращаемост. При третия етап се изплаща сума на Фонд мениджъра, съответстваща на уговореното допълнително възнаграждение за успех (доколкото са реализирани предходните два етапа). Като последна стъпка от Каскадата за разпределение и ако е налице остатък от успешно реализираната инвестиция, то той се разпределя в съотношение 20:80, съответно 20% към Фонд Мениджъра и 80% към Инвеститорите (съразмерно между тях на участието им в инвестицията).

С много условности би могло да се приеме, че успешното реализиране на Каскадата за разпределение представлява възможност за получаване на частичен (квази-) „ликвидационен“ дял от имуществото на Фонда, докато той все още съществува.

214

ната стойност на инвестицията, могат да се използват за последващи дялови инвестиции, а не да се възстановяват на инвеститорите. Такъв тип фондове максимално се доближават до чистата форма на КДА по българското право.

В допълнение, може да се разгледа като специфика на дяловите инвестиции водещата роля на фонд мениджъра по управлението на АИФ. Тя се проявява в две направления. На първо място, ЛУАИФ реализира с юридически средства дяловите инвестиции като законен представител на съответния фонд.

Насочването на инвестициите чрез разходване на натрупания паричен ресурс в предварително селектирани компании, би могло да се приеме като основна функция, осъществявана заедно с функцията по администриране на фонда.

На следващо място, нефинансовата подкрепа се свързва с предоставянето на управленско ноу-хау и ежедневна мениджърска подкрепа за развитието на компанията, в която се инвестира. За стартиращите дружества привличането на фонд за дялови инвестиции генерира допълнителна стойност чрез репутацията, експертизата и мрежата от контакти на ключовите лица на фонд мениджъра. Може да се приеме, че точно тези нефинансови ресурси ще бъдат причина за осъществяване на бъдещ растеж на компанията⁴⁶, в която АИФ е инвестирал, и последващият успешен изход от сделката, който да генерира възвращаемост за инвеститорите във фонда.

Разгледаните по-горе характерни белези на АИФ с оглед процедурите пред ФМФИБ, повечето от които са стандартни за частните дялови инвестиции в САЩ и ЕС, ще бъдат определящи за това кои характеристики на КД и КДА ще бъдат засегнати по-долу.

3. Осъществяване на структура на АИФ чрез КД и КДА

3.1. *Обща характеристика*

В българското право се съдържа уредба на два вида командитни дружества: командитно дружество (КД) чл. 99 – 112 от ТЗ и командитно дружество с акции (КДА) чл. 253 – 260 от ТЗ. Традиционно в теорията те се разглеждат

самостоятелно като при КД се изтъква близостта му със събирателното дружество, чиято уредба се прилага субсидиарно (чл. 99, ал. 2 от ТЗ), а при КДА с акционерното дружество, което пък от своя страна има съответно приложение при КДА (чл. 253, ал. 2 от ТЗ). Това самостоятелно разглеждане несъмнено е свързано както със самостоятелната им уредба в закона, така и с изричното им разграничаване на КД като персонално търговско дружество, а на КДА като капиталово – чл. 64, ал. 3 от ТЗ. Този подход поради спецификите на съответ

⁴⁶ Така **Димитров**, Николай. Взаимовръзка между съвременната дейност на фондовете за дялови инвестиции и пазара за сливания и придобивания в Централна и Източна Европа и България. Научни трудове на УНСС, Том 2/2013, Издателски комплекс УНСС, с. 82 и сл.

215

ните дружества ще бъде използван и в следващия анализ като тук обаче ще се опитам да акцентирам на общите характеристики на двата вида командитни дружества и да изведа едно общо понятие за командитно дружество. Когато по-нататък в изложението използвам понятието в множествено число „командитни дружества“ ще имам предвид само техни общи родови особености.

Командитните дружества не са широко разпространени в оборота – към края 2019 г. са регистрирани около 270 КД и около 20 КДА⁴⁷. Поради това или поради правните им особености командитните дружества не са били предмет и на задълбочен анализ в правната ни литература като в периода след 1989 г.

няма публикувано монографично изследване, което да се занимава с тях. Командитните дружества са били предмет на разглеждане в някои коментарни⁴⁸ изследвания, както и в учебни курсове⁴⁹ или монографии посветени на по-широка по обхват проблематика⁵⁰. Отново поради не голямата им разпространеност в старата ни литература командитните дружества също не са били предмет на особено внимание и са разглеждани предимно в учебници⁵¹ и коментарни издания⁵².

Основаният аргумент за разбирането, че може да говорим общо за командитни дружества се базира на това, че КД и КДА споделят една обща характеристика, която според мен е от определящо значение за това изследване – при тях съществуват два вида съдружници: неограничено отговорни комплементарни и ограничено отговорни командитисти⁵³. Наличието на два

⁴⁷ Посоченият брой се базира на официалната статистика, водена от Агенцията по вписванията на годишна база от 2008 г., която обаче не включва заличени търговци по правноорганizationalна форма, която е достъпна на https://www.registryagency.bg/bg/registri/targovski_registar/statistika/ ⁴⁸ **Герджиков**, Огнян.

Коментар на Търговския закон. Кн. 1., Чл. 1–112, 2. осн. прераб. изд., София: Софи-Р, 2007, с. 532 и сл.⁴⁹ **Голева**, Поля. Търговско право. Кн. 1., 4. доп. и прераб. изд., София: Феня, 2009, с. 189 и сл. и 350 и сл. **Стефанов**, Георги. Търговско дружествено право. Велико Търново: Абагар, 2014, с. 285 и сл. и с. 606 и сл.⁵⁰ **Таджер**, Витали. Капиталови търговски дружества. Осн. прераб. и доп. изд., София: Труд и право, 2011, с. 226 и сл. – автор на частта за КДА е **Бузева**, Тания; **Калайджи ев**, Ангел. Търговски дружества. Персонални дружества. Дружество с ограничена отговорност. София: Сиби, 2014, с. 194 и сл.⁵¹ **Диков**, Любен. Търговско право. София: печ. Балкан, 1925, с. 163 и сл. и с. 298 и сл., **Кацаров**, Константин. Систематичен курс по българско търговско право. 2 изд., София: Придв. печ., 1939, с. 185 и сл. и с. 263 и сл.⁵² **Джидров**, Петър. Коментар на търговския закон. Т. 2, София: Държ. печ., 1910, с. 545 и сл.⁵³ Наименованията „комплементарни“ и „командитисти“ са възприети в нашата правна книжнина под въздействие на немскоезичната терминология и няма нормативна опора вж. **Герджиков**, Огнян. Коментар..., с. 535, поради което ще предпочитам използването на термините „неограничено отговорни съдружници“ и „ограничено отговорни съдружници“.

216

вида съдружници е законово изискване при учредяването и при двата типа дружества, затова те не могат да съществуват като еднолични. Задължението за наличие на неограничено отговорен съдружник, а и класическото разбиране за този вид дружества, винаги ги е приближавало към събирателното дружество⁵⁴, но съвременната теория макар и да отбелязва, не анализира в пълното една съществена особеност на българското право, а именно че то не предвижда забрана неограничено отговорния съдружник да е капиталово търговско дружество, т.е. да бъде реално ограничен в отговорността си⁵⁵. Ако ограничено отговорният съдружник е дружество с ограничена отговорност, всички негови особености и прилики със съдружниците в СД се тушират и изследването ни се изправя пред серия от нови въпроси за смисъла на тази правна конструкция⁵⁶. По тази причина считам, че може да се откъснем от класическото разбиране за персоналните командитни дружества и да достигнем до едно по-модерно виждане за тях, а именно като корпоративни структури, в които е постигнато стабилизиране на управлението, доколкото неограничено отговорните съдружници имат предимство над ограничено отговорните и функцията на неограничено отговорния съдружник може да се изпълнява от ЛУАИФ. Тази тема ще бъде допълнително развита по-долу, при анализа на възможностите за управление на командитни дружества. Ако горните разсъждения преобръщат донякъде установеното виждане за неограничено отговорните съдружници то смятам, че и по отношение на ограничено отговорните има какво да се добави, защото на практика разликата при тях между КД и КДА може да бъде сведена до това, дали тяхното участие в дружеството е материализирано в акции или не. Тази разлика макар и фундаментална в някои насоки и обоснована от това, че КД законово

е оп ределено като персонално дружество, а КДА като капиталово, не изключва възможността да се търси близост между тях в други и да се обоснове на личието на сходни права и правни възможности за ограничено отговорните съдружници, което ще бъде направено по-долу.

На последно място и с оглед на изяснения подход на изследване чрез съпоставка между КД и КДА следва да се отбележи, че съществена отлика

⁵⁴ Така според **Герджиков**, Огнян, цит. съч., с. 535 и цитираните от него чуждестранни автори. Това виждане е било до голям степен по-обосновано при действието на стария Търговски закон, в който изрично се посочено че ако КД има повече от един неограничено отговорни съдружници, то се счита и за събирателно (чл. 127, ал. 2 ТЗ отм. – за критика и тълкуване на тази разпоредба вж. **Джидров**, Петър, цит. съч., с. 547–548.

⁵⁵ Тази особеност в България е отбелязана от **Герджиков**, Огнян, цит. съч., с. 542. На темата е посветен и цял раздел от учебника на **Голева**, Поля. Търговско право. Кн. 1., 3. изд. София: Феня, 2001 г., с. 175 и сл. под заглавие „Дружество с ограничена отговорност като комплементар в КД“, който обаче е отпаднал в по-новите издания на ученика ѝ. ⁵⁶ В България за разлика от Германия няма данъчни съображения, които да я обосновават.

217

на КД е предвиденият изрично в закона диспозитивен характер на уредбата на вътрешните отношения между съдружниците⁵⁷. Съгласно чл. 104 от ТЗ, наречен „Предимство на договора“, при уреждането на отношенията между съдружниците е предвидено предимство на посоченото в дружествения договор пред уреденото в Раздел II, Глава 12 от ТЗ. Напълно разбираемо и с уважение към договорната свобода, авторите анализират диспозитивната уредба на КД, такава каквато е уредена в закона, в това изследване обаче насоката ще бъде по-скоро към това, което може да бъде уредено в дружествения договор, а не към това което би се приложило ако уредба липсва.

3.2. Учредяване и изискване към учредителите

Темата за учредяването на съответното дружество е разгледана с оглед структурирането на АИФ и доколко процедурата е гъвкава, има ли специфики за това, включително дали са нужни последващи изменения в учредителните документи.

Командитно дружество

КД се учредява с договор, подписан от всички съдружници, в писмена форма с нотариална заверка на подписите. Няма ограничения в броя или вида на учредителите – физически и/или юридически лица, без значение дали са местни или чужди лица, като минималният състав на КД е две лица (физически и/или юридически), като задължително поне един от тях е

неограничено отговорен, а другият е ограничено отговорен.

КД се вписва Търговския регистър и възниква от този момент. Всички изменения в състава на съдружниците или в който и да е друг елемент от задължителното съдържание на дружествения договор предполага подписване на нов дружествен договор в посочената по-горе форма.

Командитно дружество с акции

При учредяването на АИФ под формата на КДА е характерно наличието само на един неограничено отговорен съдружник (фонд мениджър), но законът допуска да има и повече от един комплементар. Той от своя страна изготвя Устава на дружеството, свиква учредителното събрание⁵⁸ и избира акционерите, които по закон трябва да са поне трима и за тях няма ограничение в максималния брой, дали са физически и/или юридически лица, дали са местни или чуждестранни лица.

⁵⁷ Герджиков, Огнян. Коментар..., с. 544 ⁵⁸ КДА не може да бъде учредено чрез подписка с оглед препращащата разпоредба на чл. 253, ал. 2 от ТЗ към чл. 169 от ТЗ. Така Таджер, Витали. Капиталови търговски дружества. Осн. прераб. и доп. изд., с. 229.

218

При структурирането на АИФ, както беше посочено в т. 1.2 по-горе, специалната уредба по 194, ал. 2, т. 2 от ЗДКИСДПКИ допуска създаването на структура и само с 1 инвеститор (акционер). Тази практическа особеност ще представлява изключение от заложения принцип в чл. 194, ал. 5 от ЗДКИСДПКИ и чл. 2, пар. 2 от Директива 2011/61/ЕС, за ирелевантността на правната форма на АИФ. Ако за конкретен случай е необходимо или достатъчно да има 2 инвеститора с ограничена отговорност, респективно участието на някой от първоначалните инвеститори се прекрати и той не може да бъде заменен, то КДА на практика няма да може да се регистрира⁵⁹ или впоследствие ще се постави въпросът дали ще може да продължи да функционира с по-малко от 3 командитиста.

За пълнота следва да се отбележи и застъпеното в теорията виждане, че при повече от един неограничено отговорен съдружник (каквата конструкция при дяловите инвестиции не е типична) в допълнение към устава следва да бъде сключен и отделен учредителен договор между комплементарите⁶⁰. С оглед на това, за него би следвало да се прилагат съответно правилата за КД за нотариална заверка на подписите на неограничено отговорните съдружници (чл. 100 от ТЗ), а минималното му съдържание следва да отговаря на изискванията по чл. 102 от ТЗ.

3.3. Капитал и участие в имуществото на дружеството С оглед на

интереса ни към структуриране на АИФ, въпросът за участие то в имуществото на дружеството има значение в две измерения – първо, колко лесно може да се предоставят средства от инвеститорите към структурата, тъй като обикновено средствата не се предоставят наведнъж, а при обосноваване на конкретна инвестиционна необходимост и второ, какво е положението на дела в имуществото и дали той е прехвърлим.

Командитно дружество

Понятието капитал в смисъла на постоянна величина, която се определя в устава към момента на учредяване на дружеството и подлежи на вписване

⁵⁹ Следва да се отбележи, че в процедурите по избор на Фонд мениджър от ФМФИБ е възможно спечелилият участник да избере реализирането на т.нар. Ко-инвестиционна схема, при което комбинирането на частен и публичен ресурс ще се реализира не на ниво Фонд (т.е. няма да се привлекат външни инвеститори като съдружници или акционери в АИФ), а на ниво отделна инвестиция от портфейла на ЛУАИФ (т.е. външните инвеститори ще бъдат съдружници или акционери с АИФ в рамките на съответната дялова инвестиция). Това означава, че в рамките на създадения АИФ в изпълнение на спечелената обществена поръчка, ограничено отговорни съдружници ще бъдат само ФМФИБ и Капиталов участник на избрания Фонд мениджър, което ще доведе до невъзможност да се учреди АИФ под формата на КДА. ⁶⁰ **Таджер, В.** Капиталови търговски дружества. Осн. прераб. и доп. изд., с. 229.

219

в търговския регистър⁶¹ не е относимо към КД, доколкото то не е капиталово търговско дружество. Това ще се има предвид и по-долу в текста когато се посочва, че КД няма капитал или няма регистриран капитал. Следва да се отчете разбира се, че като всяко търговско дружество и КД формира капитал от счетоводна гледна точка, който следва да бъде отразен в пасива по баланса.

Имуществото на дружеството се формира от вноските на съдружниците, като не е предвидено разделение в тази насока между неограничено отговорните и ограничено отговорните съдружници⁶². Доколкото обаче неограничено отговорните съдружници по закон отговарят за задълженията на дружеството с цялото си имущество е допустимо да се предвиди, че те няма нужда да правят вноски в имуществото, съответни на тези на неограничено отговорните съдружници. От друга страна единственото законово закрепено задължение на ограничено отговорните съдружници е задължението им за вноски⁶³.

В член 102 от ТЗ, като част от задължителното съдържание на дружествения договор се изисква посочване на размера на вноските на съдружниците. Следва да се има предвид, че доколкото дружеството не е капиталово при неговото учредяване не е необходимо да бъдат извършени каквито и да е вноски, а посочването им е от значение, за да се лимитира и посочи пред

третите лица размера на отговорността на ограничено отговорните съдружници. В този смисъл и при отчитане на правилото на чл. 111 от ТЗ става ясно, че записва нето в дружествения договор на вноската не е свързано с момента на нейното извършване, като е допустимо и частичното ѝ плащане. Вноските в имуше ството могат да бъдат парични и непарични, като с оглед на разглеждането на КД като възможност за структуриране на АИФ обичайно би следвало да се предвиди в дружествения договор, че вноските на ограничено отговорните съдружници ще са само парични.

⁶¹ Капиталът при капиталовите търговски дружества е разбиран като постоянна величина, която се определя в устава към момента на учредяване на дружеството и подлежи на вписване в търговския регистър – така Бузева, Таня. Увеличаване на капитала на акционерно дружество. София: Сиби, 2018, с. 22, и Калайджиев, Ангел. Акционерно дружество.

София: Сиби, 2019, с. 37–38. ⁶² В теорията се изтъква, че с оглед на характера на дружеството, което комбинира неограничено и ограничено отговорни съдружници, при него може да се реализира т. нар. „партньорство работа-капитал“, вж. **Стефанов**, Георги, цит. съч., с. 289. Такъв би бил случая и при разглежданите тук структури, в които неограничено отговорния съдружник ще е професионалистът „фонд мениджър“, нает от ограничено отговорните съдружници, имащи качеството инвеститори. В този смисъл в старата ни литература се посочва, че участието на командитистите в дружеството е „сложено на чисто капиталистически начала“ вж. Диков Любен, с. 164 и сл. ⁶³ Така **Калайджиев**, Ангел. Търговски дружества..., с. 202, **Герджиков**, Огнян. Коментар ..., с. 552 и сл.

220

Липсата на регистриран капитал, респективно на необходимост за неговото увеличаване и липсата на изискване за извършване на имуществените вноски към момента на учредяването дават изключителна гъвкавост на КД и го правят много добро средство за реализиране на инвестиции като АИФ.

От значение за КД като персонално дружество е дали на база на имуществените вноски съдружниците придобиват нещо подобно на дружествен дял. В уредбата на КД, подобно на тази при СД не се говори за дружествен дял в смисъла на този по чл. 127 от ТЗ в материята на ООД. Доколкото обаче съдружниците правят имуществени вноски те без съмнение формират „дружествен дял“ в смисъл на дял от дружественото имущество⁶⁴. От тук следва и по-важният въпрос дали „дружественият дял“, материализиращ не само участие в имуществото, но и членствено правоотношение в КД може да бъде прехвърлян. Този въпрос отново няма отговор в Търговския закон. С оглед на общата характеристика на дружеството като персонално би следвало прединство да има отрицателният отговор. Доколкото обаче вече беше посочено, че участието на ограничено отговорните съдружници е само имуществено и

може би тяхната личност не е от такова значение както при СД, то не може генерално да се изключва подобна възможност⁶⁵. При всички случаи следва да се има предвид, че за да може да се обсъжда подобно прехвърляне, то трябва да е уредено изрично в дружествения договор, който ще следва да предвиди и процедурата за него, най-вероятно свързана с единодушие между останалите съдружници. Също така каквото и да е предвидено в дружествения договор ако някой от старите съдружниците откаже да подпише нов дружествен договор с новия съдружник до придобиване няма да се стигне.

В обобщение на тези разсъждения може да се каже, че дори и да приемем, че в КД съществува дружествен дял, който материализира и членствено правоотношение, то неговата прехвърлимост е силно ограничена.

Командитно дружество с акции

Съгласно българската правна теория капиталът е статична величина⁶⁶, която се вписва в Търговския регистър и при учредяване на дружеството съответства на размера на имуществените вноски на съдружниците (акционери). От момента на учредяването капиталът не се влияе от промяна на стойността на имуществото на дружеството, а може да се промени само в резултат на

⁶⁴ Считаю, че аргументацията на **Антонова**, Анета. Събирателно дружество. София: Сиби, 2004, с. 64 – 65 е напълно приложима и към КД, като с оглед на изяснената инвестиционна същност на тяхното участие размерът на дружествения им дял би следвало да е съответен на размера на вноската им в имуществото.

⁶⁵ Така **Стефанов**, Георги, цит. съч., с. 290. ⁶⁶ **Бузева**, Таня. Увеличаване на капитала на акционерно дружество. София: Сиби, 2018, с. 28.; **Калайджиев**, Ангел. Акционерно дружество. София: Сиби, 2019, с. 37.

специални законово уредени процедури – увеличаване и намаляване, което е израз на принципа на постоянния капитал⁶⁷.

От посоченото законово положение следва да се разгледа спецификата при фондовете за дялови инвестиции, а именно че средствата се предоставят на АИФ целево (за конкретни инвестиции или покриване на такса по управлението) и при поискване (с посочване на съответния размер за дадения инвеститор). Нуждата от гъвкавост в тези процедури може да се окаже ключова при избора на правна форма и при КДА ще са приложими на практика всички механизми и изисквания на АД.

Минимално изискуемият капитал на КДА е 50 000 лв.⁶⁸ При регистрацията на дружеството следва да са внесени поне 25% от него, а донасянето на капитала трябва да се извърши до 2 години.

Капиталът на КДА е разделен на акции, които представляват не само дя

лове от капитала, но са и ценни книги, които могат да бъдат свободно прехвърлими или не. Без значение от вида на акциите, при АИФ, който е структуриран като КДА, прехвърлянето на капиталово участие от един командитист на друг ще бъде по-лесно, отколкото прехвърлянето на дялове при КД и вписването на промяната на съдружниците в Търговския регистър.

От гледна точка на структурирането на АИФ следва да се обърне внимание, че при промяна на капитала на КДА, включително при довносяне на записан капитал, това неминуемо ще доведе и до промяна в устава съгласно чл. 253, ал. 2 във вр. с чл. 165, т. 3 от ТЗ. Уставът се приема и изменя със съгласието на неограничено отговорния съдружник, който на практика би могъл да блокира ефективното провеждане на промяната в капитала, ако не даде съгласие за изменението на устава. Разбира се, подобни хипотези са по-скоро екзотични, доколкото механизмът на структуриране и управление на АИФ не предполага противопоставяне от страна на Фонд мениджъра при увеличаване на средствата, които ще управлява.

На следващо място, внасянето на средства от инвеститорите в КДА се постига чрез формалните законово уредени процедури за АД по ефективно увеличаване на капитала. Правомощието за това е на общото събрание на акционерите и инвеститорите могат да го делегират като овластят Фонд мениджъра да увеличава по своя преценка капитала с посочване на конкретни параметри. Това се постига или чрез първоначално посочване в Устава при учредяването на КДА или впоследствие с изменение в Устава като и в двата случая срокът на овластяването трае не повече от 5 години от учредяването на КДА, респективно от промяната на Устава.

Ефективното увеличаване на капитала е строго формална законова процедура и при АИФ под формата на КДА основно се постига чрез: 1) издава

⁶⁷ Така **Бузева**, Тания, Цит. съч., с. 28 и сл. ⁶⁸ Така **Калайджиев**, Ангел. Търговски..., с. 200

не на нови акции; 2) увеличаване номиналната стойност на вече издадените акции. Като законов принцип следва да се посочи правото на досегашните акционери с предимство да участват в увеличението на капитала. Това става пропорционално на техния дял в капитала преди увеличаването. Съгласно законовите изисквания, ако КДА има издадени акции от различни класове предимственото право да участват в увеличението важи за акционерите от съответния клас, а останалите акционери упражняват предимството си след акционерите от класа, в който се издават новите акции.

С решение на общото събрание предимственото право може да бъде ограничено или да отпадне изцяло, включително, когато увеличението на капитала се извършва от Съвета на директорите. За да се постигне този резултат,

следва да се спази предвидената процедура в чл. 194, ал. 4 от ТЗ и отпадането на предимственото право да се обяви в Търговския регистър.

Предвидените в закона формални изисквания по отношение на капитала целят защита на интересите на акционерите и предвидимост в обществения оборот относно имуществото на капиталовите дружества. Тези принципни положения при КДА трябва да бъдат отчитани от Фонд мениджърите, когато структурират АИФ. Неограничено отговорният съдружник следва да е предвидил достатъчно гъвкавост в Устава си, така че да се изпълни стратегията им по набиране и разходване на средствата за инвестициите. В рамките на типичната „инвестиционна фаза“ при АИФ (през първите 5 години) поради различни причини е възможно да не се постигне усвояване на ангажирания ресурс от страна на инвеститорите и да се наложи промяна в Устава с решение на акционерите за извършването на следващ етап от привличането на средства и кореспондиращото увеличаване на капитала. Нещо повече, дори да се запише целият размер от предвидената инвестиция при учредяването на КДА и тя да се внася постепенно в рамките на 2 години, то всяка процедура по увеличението следва да бъде отразявана в Търговския регистър и в Устава на КДА, което е свързано с изпълнение на съответните формални изисквания.

3.4. Разпределяне на средства от дружеството към инвеститорите

Каскадата за разпределение на приходите от инвестиционната дейност е отличаваща черта и характеризира дяловите инвестиции. По-долу ще бъдат разгледани възможностите, които са на разположение на КД и КДА, за да по стигнат заложената от инвеститорите рамка за разпределение на средствата от успешните инвестиции.

Командитно дружество

1) Изплащане по време на съществуване на дружеството Въпросът за изплащане на средства на към съдружниците няма уредба на законово ниво. Той следва да е уреден в дружествения договор и е част от

задължителното му съдържание – чл. 102, т. 7 от ТЗ. Дружественият договор трябва да посочва начина за разпределение на печалбите и загубите между съдружниците, както и възможността за възстановяване на средства, внесени от съдружниците. Голямото предимство на КД, доколкото то няма вписан капитал, е че във всеки момент може да се върне част от вноската в полза на съответния съдружник, което дава пряка възможност за реализиране на посочената по-горе каскада за разпределение на приходите. Разбира се, съгласно изясненото в т. 3.3. връщането на част от вноската не води до намаляване на отговорността на ограничено отговорния съдружник.

Две са правилата на закона, които заслужават внимание в тази насока ако не бъдат изрично изключени от дружествения договор. Съгласно чл. 109, ал. 1 от ТЗ, ако съдружникът не е внесъл целия размер на вноската си полагащата му се част от печалбата следва да се прихване до размера на вноската. Нормата е очевидно диспозитивна и тя не би следвало да присъства в дружествен договор на КД, чрез което се реализира АИФ. Нещо повече тя няма особен смисъл и без да е изключена, защото невнасянето на вноската не застрашава интересите на кредиторите на дружеството, които са обезпечени от отговорността на ограничено отговорния съдружник и за невнесената част на вноската.⁶⁹

Другата разпоредба от значение е тази на чл. 110 от ТЗ, съгласно която ако в края на годината се установи че дружеството има загуби, които се отразяват на направените вноски, до възстановяването им в предвидения размер не се разпределя печалба. Според мен тази норма, влиза в категорично противоречие с персоналния характер на дружеството и наподобява на правилата за съхранение на капитала при АД. В този смисъл тя не би следвало да намери място в дружествения договор на КД, чрез което се реализира АИФ⁷⁰.

2) Ликвидация на КД

В рамките на процедурата по ликвидация ограничено отговорните съдружници ще получат дял от имуществото, съответен на вноските в него, като това е крайният момент, в който ще се уредят отношенията с тях без значение на предходни изплащания, били като изплащане на дивидент или връщане на част от предоставеното имущество.

⁶⁹ Така **Калайджиев**, Ангел. Търговски..., с. 200. ⁷⁰ В теорията се изказва становище, че разглежданата норма е в интерес на кредиторите и не може да бъде изменена в дружествения договор – **Калайджиев**, Ангел. Търговски дружества..., с. 204. Това становище не може да бъде споделено, тъй като първо, систематичното място на нормата е в Раздел II, посветен на вътрешните отношения между съдружниците, всички норми от който могат да бъдат изместени от разпоредби на дружествения договор и второ, защото интересът на кредиторите е достатъчно защитен от неограничената отговорност на комплементарите и фиксираната отговорност на командитистите, без значение на техните вноски.

Основанията за доброволно прекратяване на КД са посочени изчерпателно в закона (на база на препращането към уредбата на СД) и са свързани основно с волята на съдружниците, които могат да: 1) предвидят краен срок, в рамките на който дружеството да съществува⁷¹; 2) предвидят специфични основания в дружествения договор, водещи до прекратяването (напр. постигане на определена цел, условие или друго обстоятелство); 3) приемат

изрично решение за прекратяване с единодушно решение от съдружниците в дружеството.

Правилата и целите на ликвидацията при КД не се различават от тези на капиталовите търговски дружества. В синтезиран вид това е разпределянето на дружественото имущество, което е останало след удовлетворяване на кредиторите, и то може да бъде временно, окончателно и допълнително⁷².

Командитно дружество с акции

При капиталовите търговски дружества и по-конкретно при КДА стои въпросът за извършването на плащания към акционерите от страна на дружеството. В типичния случай, това се случва, когато след края на съответната финансова година⁷³ активите са повече от пасивите и положителната разлика, представляваща счетоводна печалба за съответната или някоя от предходните години, се разпределя по предвидените за това способи. Като цяло въпросът за разпределяне на средствата е свързан с балансовата стойност на активите на дружеството.

Без да се навлиза подробно в счетоводните и процедурни изисквания за постигане на целения резултат, следва да се отбележи един от основните принципи при дяловите инвестиции, който е разгледан в т. 2.3. Разпределянето на средства към инвеститорите се осъществява на ниво „изход“ от отделна инвестиция съгласно определена каскада за разпределение. При практическото структуриране на АИФ под формата на КДА изпълнението на подобно изискване би могло да представлява предизвикателство за Фонд мениджъра, който трябва да намери баланс между договореното с инвеститорите, възмож

⁷¹ Съдружниците единодушно могат да приемат решение за продължаване на срока преди изтичането му. Когато дружеството е прекратено поради изтичане на срока или по решение на компетентните дружествени органи, Съдружниците единодушно могат да приемат решение да се продължи дейността му и ако не е започнало разпределение на

имуществото. ⁷² Антонова, Анета. Ликвидация на търговски дружества. София: Сиела,

2009, с. 261. ⁷³ След промените в чл. 115в от ЗППЦК (въведени с ДВ бр. 62 от 2017 г.) при публичните дружества от 2018 г. е допустимо да се изплащат 6-месечни дивиденди, стига това да е предвидено в устава и при съответно прилагане на чл. 247а от Търговския закон. Това означава че в рамките на незавършила финансова година, на база счетоводния резултат към 30.06. на съответната година да се изплати дивидент на акционерите от постигнатата печалба.

ностите, които дава формата на КДА, и счетоводните изисквания към капиталовите дружества.

1) Изплащане на дивиденди

Основният способ, предвиден в действащото законодателство, за изпла

щане на средства към акционерите е чрез разпределяне на дивидент. Доколкото това е формална и уредена в закона процедура, като капиталово дружество КДА би могло да разпредели дивидент, ако дружеството е реализирало печалба и липсва непокрита загуба от предишни години⁷⁴. Законът предвижда възможност за издаване на отделен клас акции с привилегия за гарантиран или допълнителен дивидент.

В рамките на съответния клас акционерът с право на гарантиран дивидент има право да получи плащане преди дивидента по обикновените акции и в теорията се застъпва виждането⁷⁵, че дори да няма печалба, гарантираният дивидент следва да се изплаща. Това на практика прави акционерите с гаран тиран дивидент кредитори на дружеството, подобно на неговите облигационери, които следва да получават гарантираните си плащания, без значение дали дружеството има печалба, или не.

При допълнителния дивидент акционерът ще придобие както общия дивидент, така и допълнителна парична сума (отново може да бъде точна или процент от стойността на акцията по номинал). Този вид дивидент се различава от първия, защото се предпоставя от наличието на печалба, макар наличието на задължение за изплащане на такъв дивидент да намалява печалбата, която трябва да се разпредели на акционерите с обикновени акции.

2) Намаляване на капитал

Интерес при структурирането на АИФ под формата на КДА може да представлява изплащането на средства от дружеството към инвеститорите в рамките на законовата процедура по намаляване на капитала му. По този начин акционерите могат да получат номиналната стойност на акциите, с която се намалява капиталът. Тук отново следва да се акцентира, че съответният фонд мениджър трябва да предвиди ясна стратегия за разпределяне на средства в рамките на постигнатите договорки с инвеститорите. Провеждането на съответните законови процедури при КДА не във всеки случай предпоставя

⁷⁴ Съгласно чл. 247а, ал. 1–3 от ТЗ, за да се изплати дивидент от КДА в проверения и приет финансов отчет за съответната година чистата стойност на имуществото, намалена с дивидентите и лихвите, подлежащи на изплащане, трябва да е не по-малка от сумата на капитала на дружеството, фонд „Резервен“ и другите фондове, които е длъжно да образува по закон или устав. Чистата стойност на имуществото представлява разликата между стойността на правата и задълженията на дружеството съгласно баланса му.

⁷⁵ **Калайджиев**, Ангел. Акционерно дружество. София: Сиби, 2019, с. 112.

Намаляването на капитала на КДА започва с решение на общото събрание, което се представя в Търговския регистър и се обявява. Ако има няколко класа акции, за намаляването е необходимо решение на всеки клас акционери. Двата законови способа за намаляване на капитала представляват: 1) намаляване на номиналната стойност на акции; и 2) обезсилване на акции. За да бъдат дадени обезсилени акциите, те трябва първо да бъдат придобити от дружеството (вж. по-долу Обратно изкупуване на акции).

Типичната процедура за намаляване на капитала отнема около 4–5 месеца, в рамките на които: 1) се свиква и провежда общо събрание на акционерите; 2) се обявява решението на акционерите в Търговския регистър; и 3) се осъществява самото намаление и се обявява измененият устав в Търговския регистър, ако до 3 месеца от обявяването кредиторите на дружеството не изразят писмено несъгласието си. За пълнота на изложението следва да се посочи, че са възможни и ускорени процедури за намаляване на капитала, които зависят от допълнителни обстоятелства.

3) Ускорени процедури за намаляване на капитала

При структурирането на дялови инвестиции от ключово значение може да се окаже срокът, който е необходим практически на Фонд мениджъра, за да разпредели средства от успешните инвестиции. В чл. 202, ал. 2 и 3 от ТЗ са предвидени три способа за намаляване на капитала, при които може да се избегне блокирането на плащанията към акционерите за 3 месеца след обявяването на решението за това в Търговския регистър. При **обезсилване на собствени акции**, предпоставка за ускореното намаляване на капитала се явява реализирането на процедура по обратно изкупуване на собствени акции (вж. по-долу), при която обаче акционерите са прехвърлили съответното количество акции **безвъзмездно**.

На следващо място, при **обезсилване на собствени акции**, предпоставка за ускореното намаляване на капитала отново се явява реализирането на процедурата по обратно изкупуване на собствени акции (вж. по-долу), но плащанията към акционерите за техните акции са свързани с реализиране на печалба от дружеството и липсата на непокрита загуба от предишни години. При този вариант: 1) продаващите акционери ще получат уговорената цена за техните акции; 2) капиталът на дружеството ще се намали без да се изчакват 3 месеца от обявяването на решението в Търговския регистър; и 3) образувани

⁷⁶ Съгласно чл. 150–153 от ТЗ, които съответно се прилагат при АД и КДА, за да се даде защита на кредиторите на дружеството, дори и то на практика да няма такива, е на лице забрана за изплащане на средства към акционерите, ако не са изминали 3 месеца от обявяването на решението за намаляване на капитала в Търговския регистър.

ят от дружеството резерв по чл. 187в, ал. 4 от ТЗ може да се разпределя между акционерите само при намаляване на капитала с изкупените акции, както и за увеличаване на капитала.

В **третия** случай на ускорено намаляване на капитала, следва да се извърши математически и счетоводно такова намаляване и последващо увеличава не на капитала, че новият размер да е поне колкото капитала на Дружество то преди изменението му. На практика акционерите биха могли да използват нови техни средства, които да покрият увеличението на капитала, или да се извърши увеличаване на капитала със собствени средства на дружеството при спазване на законовите изисквания за това (чл. 197 от ТЗ).

4) *Обратно изкупуване на акции*

Като следваща правна възможност за фонд мениджъра в КДА за разпределяне на средства представлява предвидената процедура по обратно изкупуване на акции по чл. 187б от ТЗ. Съответният АИФ би могъл да придобие собствени акции, в резултат на което акционерите могат да получат уговорената продажна цена. Законът допуска две процедури по обратно изкупуване на акции, които са свързани с момента, в който възниква това право. Възможно е още при издаването им акциите да имат привилегия за обратно изкупуване и това обстоятелство следва да е записано в Устава, където се посочват и допълнителните условия и ред за това. Дори при издаването да не е предвидена привилегия за обратното изкупуване на акциите, то КДА с последващо решение на Общото събрание би могло да осъществи такава процедура.

Законовата процедура по обратно изкупуване на собствени акции може да се осъществи само ако акциите са изплатени изцяло. Дружеството следва да формира сума, предназначена за разпределение съгласно чл. 247а, ал. 1, 2 и 3 от Търговския закон. Това означава, че плащанията към акционерите за техните акции са свързани с реализиране на печалба от дружеството и липсата на непокрита загуба от предишни години.

5) *Ликвидация*

Инвеститорите, които са притежатели на обикновени акции, имат право да получат ликвидационен дял, съразмерен с притежаваните от тях акции в КДА. Законът допуска издаването на привилегирани акции с право на допълнителен дял в дружественото имущество при ликвидацията.

Доброволната ликвидация е процедура, която се развива след приемане то на решение от общото събрание на акционерите в дружеството за прекратяване на дейността. Основанията за доброволно прекратяване са посочени изчерпателно в закона и са свързани основно с волята на акционерите, които могат да: 1) предвидят краен срок, в рамките на който дружеството да същест-

вува⁷⁷; 2) предвидят специфични основания в устава, водещи до прекратяване (напр. постигане на определена цел, условие или друго обстоятелство); 3) приемат изрично решение за прекратяване с квалифицирано мнозинство от 2/3 от представения капитал или по-високо мнозинство, което трябва да е посочено в Устава.

Производството по ликвидация следва да се развие в рамките на поне 6-месечен срок от обявяването на покана до кредиторите в Търговския регистър или в по-дълъг срок, определен от общото събрание.

Крайната цел на производството по ликвидация е да се разпредели собственото имущество на дружеството между инвеститорите, но преди това задължително трябва да се довършат текущите сделки, да се съберат вземанията на дружеството, да се превърне останалото имущество в пари и да се удовлетворят кредиторите. Имуществото, което остава след плащанията към кредиторите, се разпределя между акционерите под формата на пари и по изключение под формата на разпределение на активи.

Процедурата по ликвидация е свързана с извършването на плащания в полза на акционерите (ако има налични средства за разпределение), но тези плащания се различават от посочените по-горе хипотези за разпределяне на средства към инвеститорите, защото ликвидацията е свързана с прекратяване то на дружеството и може да се реализира само еднократно, а не многократно (както е например процедурата по разпределяне на дивидент).

В обобщение би могло да се посочи, че организирания като КДА алтернативни фондове, изпълняващи финансови инструменти на ФМФИБ, ще бъдат изправени пред предизвикателството при реализиран изход от инвестиция да спазват коректно изискванията на оперативното споразумение за разпределяне на средства съгласно Каскадата за разпределение и законовите процедури, описани по-горе. Постигането на гъвкавост би могло да се осъществи на плоскостта на комбиниране на методите обратно изкупуване на акции и последващо намаляване на капитала с обратно изкупените акции.

3.5. Управление

Особеностите на управлението на КД се изразяват в предимственото положение на неограничено отговорния съдружник спрямо ограничено отговорните. Това предимствено положение е именно един от основните мотиви за

⁷⁷ Общото събрание може да вземе решение за продължаване на срока преди изтичането му. Когато дружеството е прекратено поради изтичане на срока или по решение на компетентните дружествени органи, Общото събрание на акционерите може да приеме решение да се продължи дейността му с мнозинство най-малко 3/4 от представения капитал, което да се одобри от неограничено отговорния съдружник, и ако не е започнало разпределение на имуществото.

229

фонд мениджърите да избират формите на командитните дружества за структуриране на АИФ.

Командитно дружество

Управлението на командитното дружество, съгласно разпоредбата на чл. 105 от ТЗ се извършва от неограничено отговорните съдружници. Тази разпоредба е част от Раздел II на Глава 12 от Търговския закон, което означава, че и тя има диспозитивен характер. В този смисъл основният въпрос, който трябва да изследваме е в какви посоки и до каква степен съдружниците могат се отклонят от нея.

Първо, общата постановка, че оперативното управление, а в случая на АИФ инвестиционната дейност се ръководи от неограничено отговорния съдружник, не подлежи на корекция с оглед на неговия интерес и с оглед на това, че на практика той създава дружеството и учредителните му документи. В тази насока на разсъждения неограничено отговорният съдружник, за който е предвидено да действа като оперативен управителен орган, не би могъл да влезе в противоречие със закона.

На следващо място, следва да се разгледа въпросът имат ли отношение ограничено отговорните съдружници и могат ли те да формират орган, подобен на общо събрание. Тази концепция поставя няколко принципни въпроса, които се нуждаят от отговор, доколкото става дума за персонално търговско дружество.

Идеята, че персоналните търговски дружества могат да формират органи се определя в теорията като „доста съмнителна“⁷⁸, с аргумент, че се основава на органите при капиталовите търговски дружества. Като нямам принципни възражения срещу виждането, че при търговските дружества принципът за *numerus clausus* важи не само по отношение на видовете дружества, които правните субекти могат да създават, но и по отношение на предвидените в тях органи със задължителна компетентност, считам че тази идея има приложение именно при капиталовите търговски дружества, където органната структура или нейните варианти са законово закрепени. При персоналните търговски дружества именно договорната свобода дава възможност да се създадат органи, които да направят управлението такова,

каквото е желано от съдружниците. Тези органи не могат да засегнат представителството на дружеството, доколкото това са отношения с трети лица.

В този смисъл, считам, че няма пречка в КД да бъде създадено общо събрание на съдружниците/инвеститорите. Структурирането на подобни органи е въпрос на договорна свобода и при справка в Търговския регистър, в по следните години се наблюдава регистриране на КД, при които се обособява

⁷⁸ Така **Русчев**, Иван. Проблемът за органовата структура при персоналните търговски дружества. Търговско и конкурентно право, 2011, №12, с. 7.

230

общо събрание и управителни органи, между които се разпределят стратегическото (общо събрание) и оперативното управление на дейността (неограничено отговорният съдружник, респ. неговите представляващи).

На следващо място, може да се постави въпросът, как ще се формира воля в този колективен орган и всички ли съдружници ще могат да участват в него. Ако се проведе до край разгледаната по-горе идея за неограничено отговорен съдружник, действащ като управителен орган, и общо събрание на съдружниците, действащо като съвещателен, в колективния орган не би следвало да участва и неограничено отговорният съдружник, като по този начин се раздели мениджмънтът от капитала⁷⁹. Разбира се, няма пречка и при съществуващите АИФ фонд мениджърът да има, пряко или непряко, капиталово участие,

поради което да има право на това основание да участва и в общото събрание. В продължение на тези разсъждения може да се стигне и до въпроса как съдружниците вземат решения в този орган – и за мен, доколкото става дума за капиталово участие, единствената логична възможност е това да се реализира на база предоставената от всеки имуществена вноска (но всяка друга уговорка, предвидена в дружествения договор би била допустима).

Следва да се има предвид, че и от някои съдилища се застъпва становище за липсата на самостоятелно обособени органи при командитното дружество, чиято воля да се формира като сделка решение чрез гласуване и мнозинства (типични за капиталовите дружества, в които съдружниците не осъществяват търговията лично). Всички решения се вземат пряко със съгласие на всички съдружници, а не опосредено чрез решение на орган – Решение № 303 от 27.07.2018 г. на ОС – Бургас по т.д. № 370/2018 г.; в същия смисъл Решение № 659 от 3.7.2013 г. по т.д. № 908/2013 г. на I състав на Окръжен съд – Варна.

Посочените решения представляват практика на първоинстанционен съд във връзка с откази на Търговския регистър и нямат отражение в практиката на ВКС. Обратна практика към момента не може да бъде посочена, доколкото

ако Търговският регистър е уважил искането на заявителите, не е имало причина те да търсят съдебна намеса.

На последно място, КД се представлява от неограничено отговорните съдружници и ако има само един комплементар, той се посочва като представител на Дружеството в Търговския регистър и представителната му власт не може да бъде ограничавана пред третите лица.

⁷⁹ Подобна структура на гласовете се определя като нищожна поради противоречие с императивната норма на чл. 87 от ТЗ – вж. **Иванов**, Момчил. Модели на управление на командитно дружество. Търговско и конкурентно право, 2018, №9. Приложимостта на разпоредбата на чл. 87 от ТЗ само спрямо неограничено отговорните съдружници е обособена от **Герджиков**, Огнян. Коментар..., с. 545.

231

Командитно дружество с акции

Естествено следствие от чисто капиталовия характер на командитното дружество с акции се явява нормативно установеното задължение⁸⁰ да формира дружествени органи, съответстващи на едностепенната система на управление, предвидена за АД – общо събрание на акционерите (състоящо се от командитистите) и съвет на директорите (с единствен член фонд мениджърът), който е законен представител на дружеството съгласно чл. 244 във вр. с чл. 253, ал. 2 от ТЗ.

В общото събрание право на глас имат само ограничено отговорните съдружници. Неограничено отговорните съдружници дори и когато притежават акции, участват само със съвещателен глас. Компетентността на общото събрание се определя в устава и по аналогия могат да се посочат правомощията на общото събрание в АД. Хибридната природа на КДА налага правомощията на общото събрание на акционерите да са с различно съдържание от тези при АД⁸¹.

Основната и същностна по своя характер разлика между АД и КДА, от една страна, и прилика между КД и КДА, от друга, се явява законово признатата стабилност на управлението на неограничено отговорния съдружник. По този начин, структурирането на АИФ посредством правните форми на КД и КДА се явява логически и правно обосновано от гледна точка на фонд мениджъра, а ограничено отговорните съдружници няма да имат възможност да влияят пряко на политиката по управлението на АИФ.

На следващо място, за да се осигури стабилност в управлението на комплементаря, законът поставя изискване определени въпроси да не могат да се решават от акционерите без неговото съгласие. С оглед на смесената природа на КДА, съгласно чл. 259, ал. 1 от ТЗ неограничено отговорният съдружник ще има възможност да блокира приети от Общото събрание на акционерите

реше ния по най-важните за дружеството въпроси⁸², свързани с изменение на устава, изменение на капитала, преобразуване и прекратяване на дружеството.

3.6. Замяна на неограничено отговорен съдружник

Независимо от ключовата роля на фонд мениджъра за всеки АИФ, както и дали фондът за дялови инвестиции се реализира с публични средства или не, то не може да се изключи практическата необходимост да бъде заменен неограничено отговорният съдружник. Концентрирането на функции в ком плементаря и създаването на стабилност за него, следва да бъде взето предвид и от гледна точка на процедурата за неговата замяна при КД и КДА.

⁸⁰ Така **Таджер**, Витали. Капиталови търговски дружества. Осн. прераб. и доп. изд., с. 230 – автор на частта за КДА е **Бузева**, Тания. ⁸¹ Така **Таджер**, Витали. Капиталови ..., 2011, с. 232. ⁸² Така **Таджер**, Витали, цит. съч., с. 232.

232

При тези правни форми не би могло да се стигне до ситуация, при която липсва неограничено отговорен съдружник и невъзможността за преодоляване на подобно събитие ще доведе до започване на процедура по прекратяване на съответния АИФ чрез ликвидация (разгледани по-горе). Следва да бъде отчетено, че макар и чл. 104 от ТЗ да допуска уреждането на вътрешните от ношения в дружеството по договорен път, тази уредба следва да е съобразена с препращането към правилата на персоналното дружество, които изключват категорично прекратяването на членството на който и да е от съдружниците да може да се осъществи извънсъдебно. Чл. 95 от ТЗ изрично налага виновно то поведение на съдружник да бъде преценено по съдебен ред.

На следващо място, и при двете разгледани правни форми може да се очаква, че замяната на фонд мениджъра (като неограничено отговорен съдружник) ще се реализира на база поетия ангажимент в дружествения договор или устава и предвидените договорни процедури за това. До момента на вписва нето на прекратяване на мандата му като неограничено отговорен съдружник в Търговския регистър фонд мениджърът би следвало да осъществява административното управление на АИФ, но да не извършва същинска инвестиционна дейност.

3.7. Обобщение на предимствата и недостатъците на КД и КДА по отношение на структуриране на АИФ

Командитно дружество

Едно от основните предимства на КД при структурирането на АИФ от

гледна точка на изискването за предоставяне на средства на фонда съгласно оперативните споразумения е липсата на регистриран капитал и възможността за пълна гъвкавост при внасяне и възстановяване на инвестираните средства. В този смисъл смятам, че единствено при КД бързо и лесно може да се реализира заложената и обичайна при АИФ каскада за разпределяне на средства.

Доколкото законовата уредба на КД е лаконична, водещо при уреждане на отношенията между съдружниците е това, което е закрепено в дружествения договор, т. нар. предимство на договора. По този начин би могло да се постигне не максимално точно отразяване на ангажиментите между страните съгласно оперативните споразумения за изпълнение на финансови инструменти от фонда на фондовете, в които е предвидено структурирането на АИФ.

Въпреки посочените преимущества, следва да бъдат отбелязани и недостатъците на правната форма на КД. Основното предимство на КД (предимството на уреденото в договора между съдружниците) може да се окаже и неговият най-голям недостатък. Реализирането на договорната свобода винаги ще подлежи на преценка от съда при евентуален спор между съдружниците.

233

Пример за подобна интерпретация от съда са цитираните решения, които изключват възможността за формиране на органи при персоналните дружества. На второ място, липсата на капитал с формално обособени дялове от него създава затруднение пред излизането или влизането на нови инвеститори в КД. Това макар и да не е особен проблем за АИФ, създадени в изпълнение на Оперативните споразумения с ФМФИБ може да е принципа пречка, за фондовете, които ще разчитат на по-голям кръг частни инвеститори.

Командитно дружество с акции

Като предимство на КДА може да се посочи съществуването на две групи съдружници, като на неограничено отговорните от тях е възложено управлението на дружеството. Тази стабилност на управлението считам, че предствлява съществен плюс за фонд мениджърите да осъществяват правомощията си съгласно оперативните споразумения за изпълнение на финансови инструменти от фонда на фондовете.

На следващо място, правната форма на КДА възпроизвежда в максимална степен уредбата на акционерното дружество, което от своя страна е най-детайлно уредено в Търговския закон. Уредбата на КДА позволява предвидимост за участващите в дружеството по отношение техните права и задължения, доколкото не съществуват неясноти относно функционирането и правомощията на Общото събрание на акционерите (събрание на инвестито

рите), начините на гласуване и т.н. материализиране на членственото право отношение в акция, позволява и относително най-лесно разпореждане с него.

Въпреки тези предимства, считам, че КДА на практика ще прояви повече недостатъци, характерни за капиталовите търговски дружества, доколкото при КДА също е приложим законовият принцип на постоянния капитал, който не кореспондира с очакванията за гъвкаво усвояване на средства от инвеститорите съгласно процедурата за извършване на капиталови вноски и изискванията на оперативните споразумения. По-сериозното проявление на този принцип би било по отношение на разпределението на резултатите от инвестицията, при което системата на дивидентни плащания категорично не може да осигури прилагане на каскадата и ще е необходимо да се прибегва да бавно и сложно намаляване на капитала.

III. Заключение

Проведеното изследване дава възможност да се обоснове изводът, че понякога сблъсъкът на класически институти с модерни концепции може да не доведе до катастрофа, а да е начало за нов живот. Пример за това е установената възможност за реализация на АИФ чрез командитните дружества, съществуващи в българското право – КД и КДА. От съществено значение е

234

обстоятелството, че те могат да бъдат използвани във вида, в който съществуват в Търговския закон от 1991 г.

Това, разбира се, не значи, че тези институти не могат да бъдат развити и подобрени, но законови промени, сами по себе си, не са необходими, за да се постигнат чрез тях нужните на фонд мениджърите резултати. Достигайки до този извод, разбира се, не очаквам масовост в новите регистрации на КД и КДА и това не е необходимо. Съществено в случая е знанието, че те могат да бъдат подходящ инструмент в рамките на очертаните тук хипотези.

По отношение на бъдещи промени, според мен те са нужни основно при режима на КД и следва да са насочени към създаване на повече и по-ясни правила в отношенията между ограничено отговорните съдружници, така че съхранявайки персоналният характер на дружеството те да придобият положение, сходно на съдружниците в ООД. С оглед насърчаване на използването на АИФ и от частни инвеститори ще е полезно да бъде уеднаквено данъчното им третиране с това на АИФ, финансирани по европейски програми.

ЛИТЕРАТУРА

Антонова, Анета. Събирателно дружество. София: Сиби, 2004.

Антонова, Анета. Ликвидация на търговски дружества. София: Сиела, 2009.

Бузева, Таня. Увеличаване на капитала на акционерно дружество. София: Сиби, 2018. **Герджиков**, Огнян, **Калайджиев** Ангел, **Касабова** Камелия, **Бузева** Таня, **Кацарски** Александър, Коментар на Търговския закон. Кн. 1, чл. 1–112, 2. осн. прераб. изд., София: Софи-Р, 2007.

Голева, Поля. Търговско право. Кн. 1., 3. изд., София: Феня, 2001. **Голева**, Поля. Търговско право. Кн. 1., 4. доп. и прераб. изд. София: Феня, 2009. **Диков**, Любен. Търговско право. София: Печатница Балкан, 1925. **Димитров**, Николай. Взаимовръзка между съвременната дейност на фондовете за дялови инвестиции и пазара за сливания и придобивания в Централна и Източна Европа и България. Научни трудове на УНСС, Том 2/2013, Издателски комплекс УНСС.

Джидров, Петър. Коментар на търговския закон. Т. 2, София: Държ. печ., 1910.

Иванов, Момчил. Модели на управление на командитно дружество. Търговско и конкурентно право, 2018, №9.

Калайджиев, Ангел. Търговски дружества. Персонални дружества. Дружество с ограничена отговорност. София: Сиби, 2014.

Калайджиев, Ангел. Акционерно дружество. София: Сиби, 2019. **Кацаров**, Константин. Систематичен курс по българско търговско право. 2. изд., София: Придв. печ., 1939.

Русчев Иван. Проблемът за органовата структура при персоналните търговски дружества. Търговско и конкурентно право, 2011, №12.

Стефанов, Георги. Търговско дружествено право. Велико Търново: Абагар, 2014.

235

Таджер, Витали, **Герджиков**, Огнян, **Стефанов**, Георги, **Касабова**, Камелия, **Бузева**, Таня. Капиталови търговски дружества, Осн. прераб. и доп. изд., София: ИК Труд и право, 2011.

Токушев, Виктор. Дружества със специална инвестиционна цел. София: Сиби, 2012.

EVCA (2012). The little book of private equity.

Expert Group, Report. Removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments. European Commission, 2007.

Fabozzi, Frank J. The handbook of financial instruments, 2002.

Gilson, Ronald J. and Black, Bernard S. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets (November 1997). Journal of Financial Economics, Vol. 47, pp. 243–277, 1998. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=46909>.

Kenney, Martin. Venture Capital in Silicon Valley: Fueling New Firm Formation (2000).

Kenney, Martin. How Venture Capital Became a Component of the U.S. National System of Innovation (May 2011). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1847203>.

Sahlman, William. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations (1990). Journal of Financial Economics, Vol. 27, Issue 2, p. 473–521 1990. Available at

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1505891> .

Дадена в Катедра „Гражданскоправни науки“ – май 2020 г.
Рецензенти – проф. д-р Ангел Калайджиев
доц. д-р Анета Антонова