

Устойчивото развитие, институционалните инвеститори и новите фидуциарни задължения *или как се променя правната рамка за решенията на институционалните инвеститори*

Проф. г.ук.н. Бистра Боева¹

SUMMARY

The article sheds light on the latest trends in domain of corporate governance and sustainable development. Gradually concerns about global warming changes business model of the owners of listed companies- institutional investors. Environmental, social and governance issues (ESG) set new topics and engagement on the agenda of institutional investors- sustainable investing. Dilemma what is correct and what is legally permitted shaped the discussions on the new engagements of the institutional investors. The author examines the process of transformation of ethical prescriptions/ soft regulation/ in legal norms that envisage fiduciary duties for sustainable investing for institutional investors. Arguments are extracted from international discussions and good practice- UN Principles for Responsible investing, EU legislation and latest developments in domain of sustainable investing policy of EC. Study on Bulgarian practice determines final conclusions and recommendations

KEY WORDS

Corporate governance, institutional investors, fiduciary duties, sustainable investing, shareholders rights, stewardship code, self-regulation, environmental, social, governance (ESG) issues

¹ Проф. г.ук.н. Бистра Боева е заслужил професор на УНСС, катедра МНО и бизнес, Prof dr.ec.sc. Bistra Boeva, distinguished professor UNSS, department International Economic Relations and business, bboeva2@unwe.bg.

Увод

ТАЗИ СТАТИЯ ИЗСЛЕДВА ГЕНЕЗИСА на промени в нормативната уредба на ангажиментите на институционалните инвеститори за устойчиво развитие. Последователно се конкретизира разбирането за институционални инвеститори – в икономически и правни измерения. Изяснява се категорията фидуциарни задължения на институционалните инвеститори. Очертана е промяната в обхвата на тези задължения в посока устойчиво развитие. Представени са нови моменти в политиката на ЕК спрямо фидуциарните задължения за устойчиво развитие на институционалните инвеститори и очакваните нови законови промени. Сбито материята е изследвана спрямо представителите на институционалните инвеститори в България. Основната идея в тази статия е да се **изследва еволюцията на проблеми в стопанската практика, инициативите на бизнеса в редица страни и тяхното регламентиране в националните законодателства, европейското законодателство и тяхното транспониране в българските съответни нормативни актове**². Малцина се интересуват от новините за мрачните прогнози за затопяване или изчерпвания лимит от природни ресурси на човечеството за 2018 година още през третото тримесечие на годината. **Животът на финансов кредит е възможен, но животът на кредит от природата е невъзможен**. В този ред на мисли внимание заслужава въпрос, търсец именно отговора: доколко инвестиционни решения, определящи стопанската практика и жизненото пространство, са правилни тогава, когато те се вземат и с оглед съобразяването с императивите за опазване на околната среда. Конкретно става дума за един от водещите участници на капиталовите пазари – **институционалните инвеститори**, тяхното поведение на **собственици в публичните дружества и един от двигателите за ориентиран към устойчиво развитие бизнес**. Изясняването, макар и сбито, на проблема изисква да се очертае мястото на институционалните инвеститори в съвременния капиталов свят, съответно правната рамка на техните действия, промените в отделни юрисдикции и политиката на ЕС във връзка с новия дневен ред за устойчиво развитие.

² Приемани впоследствие като бреме и бюрокрация от страна на редица български публични дружества.

I. Какво е известно за институционалните инвеститори и съществуват ли различия в приеманите класификации³ в законодателството на ЕС, на други страни и безспорно на икономистите изследователи⁴

Категорията/понятието институционален инвеститор е сравнително нова за българското законодателство и практика. Законът за публично предлагане за ценни книжа въвежда тази категория в преходните и заключителни разпоредби (§ 1.6). В актуализирания Национален кодекс за корпоративно управление (2016) в съответствие с Принципите на ОИСП за корпоративно управление – G20/OECD Principles for Corporate Governance (2015), има глава, посветена на тези важни участници в работата на публичните дружества. Акцентът е върху техните основни ангажименти спрямо инвеститорите, съобразени с добрата световна практика. **Категорията институционални инвеститори е утвърдена, както ще бъде представено на следващите редове в законодателството на ЕС.**

Какво е същественото за институционалните инвеститори, кои са те? В широк план това са **юридически лица, които по занятие и при определен режим осъществяват сделки с инвестиции на капиталовите пазари.** Заслужава внимание трактовката на мрежата за корпоративно управление (ICGN)⁵ за видовете институционални инвеститори. Те са конкретизирани като **горпрнасящи полза на бенефициенти или клиенти като индивидуални спестители или членове на пенсионен фонд.** Това включва **колективни инвестиционни схеми или собственици на активи, които акумулират спестяванията на много лица (например застрахователни компании, пенсионни фондове, фондове на национално богатство и взаимни фондове) и управители на активи**⁶, на които

³ В документите на ЕС по въпросите на ориентираното към устойчиво развитие финансиране е въведен терминът „таксономия“ за изясняване на различните видове продукти, ориентирани към устойчиво развитие, както и за видове инвестиционни услуги и институционални инвеститори.

⁴ Подробно по въпроса виж Боева, Б. Капитали, топене на ледове и 2 °С., София, изд. „Изток – Запад“, 2018; Световен институт за ресурсите/www.wri.org

⁵ По данни за 2017/2018 членовете на ICGN управляват 34 трил. щат. дол (ICGN annual review 2017/2018).

⁶ Приет е и терминът управляващи дружества.

колективните схеми или индивиди дават своите ресурси. Близка до тази класификация в публикация на ОИСР⁷ споделят С. Челик и М. Исаксон⁸. Според тях институционалните инвеститори са **традиционни институционални инвеститори (пенсионни фондове, застрахователни компании, инвестиционни фондове), взаимни фондове или договорни, както са познати по българското законодателство; алтернативните институционални инвеститори имат същите характеристики, но са сравнително по-нови – хедж фондове, борсово търгувани фондове и управители на активи.**

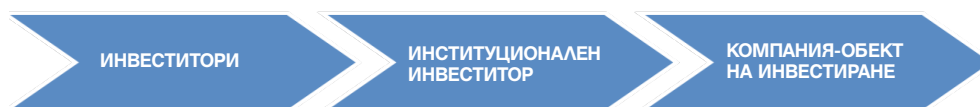
Източник за таксономията на институционалните инвеститори са отделни директиви, вкл. приетата през 2017 година директива за правата на акционерите. В нея **институционалните инвеститори са отъждествени с предприятие, което осъществява дейност по животозастраховане и институция за професионално пенсионно осигуряване, Directive (2017)**. Към категорията „институционален инвеститор” в случая не се причислява и управител на активи, който е инвестиционен посредник, предоставящ услуги по управление на портфейли на институционални инвеститори, лице, управляващо алтернативен инвестиционен фонд или управляващо дружество или инвестиционно дружество – Вълков (2016), Ланджев (2014). Същественото в случая е ролята на споменатите източници: икономически и правни, за утвърждаване на разбиранията и таксономията на институционалните инвеститори. Последната е от значение за коректното изясняване на ролята на институционалните инвеститори в борбата на бизнеса за устойчиво развитие.

Съществено е да се **отбележи и мястото на институционалните инвеститори в качеството им на собственици в съвременните компании, вкл. публични компании, и мащабите на тяхната дейност**. В годишния доклад на УНКТАД за инвестиции (WIR Report 2016) е посочено, че повече от 50% от собствеността в 100-те най-големи ТНК е на институционалните инвеститори. Мащабността на тези собственици може да се илюстрира и с данни за едни от най-големите институционални инвеститори с обем на инвестициите 4,65 трил. щат. дол. – Блекрок (Blackrock) и Вангард (Vanguard), управляващ 4 трил. щат. дол., съответно

⁷ Тази класификация се следва в годишните статистики на ОИСР за размера на инвестициите, осъществявани чрез институционалните инвеститори (OECD statistics).

⁸ Celik, S., M. Isaksson, 2013, p.7.

в 16 740 компании в света⁹. Успоредно с това тези институционални инвеститори, както бе посочено, акумулират средства на физически и юридически лица. В съвременните практика и теория тази позиция се характеризира със сравнително новата категория – понятието **инвестиционна верига**¹⁰. Формирана е от клиентите на институционалните инвеститори и компаниите, обект на инвестиране от страна на институционалните инвеститори. Отношенията в инвестиционната верига се регламентират от кодекси/саморегулиране¹¹ от различни закони и са обект на регулациите на националните регулатори (виж фигура 1).



Фигура 1. Инвестиционна верига

Анализите на проблемите и трудностите, съпътстващи глобалната финансова криза 2007 година, поставиха въпросите доколко ефективно функционират тези отношения, доколко и как институционалните инвеститори изпълняват своите ангажменти, доколко е налице доверие между институционалните инвеститори и техните клиенти. На преден план бяха изведени и проблеми, свързвани с пасивността, съответно дезинтересураността на институционалните инвеститори по отношение на корпоративното управление на компаниите, обект на тяхното инвестиране. Пасивността обичайно (разкриха редица проучвания) се дължи и на предпочитани краткосрочни позиции в определени компании за сметка на дългосрочно участие. Една от проблемните области бе неразкриване на информация на клиентите за това как институционалните инвеститори участват в това корпоративно управление (участие в общи събрания, гласувания и т. н.). Посочените проблеми поставиха въпроса за промяна в действията и институционалните инвеститори, за по-ефективни отношения по веригата¹². Решението бе намерено в утвърждаване **на нови правила и на фидуциарни задължения и**

⁹ Боева (2018).

¹⁰ OECD (2015), p. 31.

¹¹ Боева (2016) и Винер, 2018

¹² Walker (2009).

за институционалните инвеститори. Институционалните инвеститори следва да действат с дължимата грижа и предпазливост в техните инвестиционни решения, да избягват конфликт на интереси. Типичен пример е приетият във Великобритания кодекс на грижливия иконом – стюард (Stewardship code, 2009). Кодексът утвърди в качеството на доброволна практика меко регулиране¹³ на **фидуциарните задължения и за институционалните инвеститори спрямо инвестиращите в тях индивиди и юридически лица.** Акцентът бе и върху прехода от краткосрочно към дългосрочно участие в публични дружества, върху разкриването на информация¹⁴. В законодателствата на отделни страни, както и в Директиви на ЕС, това е утвърдена норма. Категорично потвърждение на приемането от страна на институционалните инвеститори на фидуциарни задължения спрямо техните клиенти са принципите, приети от управляващите активи за контрол, гласуване и ангажиране в компании – обект на тяхното инвестиране, EFAMA Stewardship Code (2017)¹⁵. Става дума за добра практика и меко регулиране/саморегулиране¹⁶.

При въвеждането на темата за фидуциарните задължения на институционалните инвеститори следва се припомни, че традиционно фидуциарните задължения – да се действа с грижата на добрия търговец и да се действа лоялно, са регламентирани като задължения на членовете на корпоративните ръководства (съветите на директорите и надзорните съвети). Това е и гръбнакът на корпоративно управление¹⁷. От морално задължение те се утвърждават като правна норма и в България ЗППЦК (2002,

¹³ Боева (2016) и Винер (2018).

¹⁴ Впоследствие Кодексът бе приет от инвестиционната общност в Холандия и Италия,

¹⁵ Това е ревизиран вариант на приетите през 2011 години принципи.

¹⁶ Независимо че тема на настоящата публикация не е темата за саморегулиране и регулиране, е коректно да се отбележи, че в рамките на ЕС в областта на корпоративното управление и кодексите за корпоративно управление е налице регулиране, докато в други области на корпоративното управление и капиталовите пазари е налице регулиране. Темата за саморегулирането, за кодексите за корпоративно управление и рефлектиращото регулиране се изяснява в: Боева, Б., Цв. Цанов, П. Вълков и Ал Христов. Корпоративно управление в международния бизнес. С., ИК – УНСС, 2016; Johnson. A. EU Regulation of Corporate Governance, Cambridge University press, 2009.

¹⁷ Боева (2014).

чл.116 „б“). В конкретния случай акцентът е върху **преместването на тези задължения и към институционалните инвеститори.**

Това е едната линия на развитие на темата за фидуциарните задължения на институционалните инвеститори – за поемане на фидуциарни задължения, доверителността е в тяхната основа. Актуална е и една друга линия на развитие на тази тематика: доколко и как в качеството си на собственици институционалните инвеститори се ангажират в темата за устойчиво развитие. Именно тази линия в развитието се разглежда в следващите редове.

II. Институционалните инвеститори и устойчивото развитие

Нека припомним, че темата за устойчиво развитие днес повече от всякога е в центъра на вниманието на бизнеса, на международните организации, на националните законодателства и действията на изпълнителната власт. На фона на разнообразни трактовки е съществено да се отбележи, че водещо е разбирането за устойчиво развитие, прието в края на 80-те години в доклада на ръководената **от Г. Брундландт** комисия: **„развитие, което посреща потребностите на настоящето, без да прави компромис с възможността бъдещите поколения да посрещнат своите потребности“**¹⁸. Според публикации, документи на международни организации, вкл. Целите за устойчиво развитие на ООН 2015 – 2030 (Sustainable Development Goals-SDG), кодекс, европейско законодателство, закони, устойчивото развитие се отъждествява **и с развитие, съобразено с опазването на околната среда, защита правата на човека и социалните условия на труд и живот, както и управлението (environment, social and governance, ESG)**¹⁹.

Темата за устойчивото развитие е тема и на **дневния ред на институционалните инвеститори – собственици в различни компании**. При вземане на инвестиционни решения те се интере-

¹⁸ Brundtland, G. (1987).

¹⁹ Абревиатурата на английски език – ESG – има гражданственост в редица документи, вкл. и в Директива 2014 /95/ ЕС, третираща въпросите за разкриване на нефинансова информация, както и български документи, в т.ч. Указанията за нефинансова декларация на министъра на финансите (декември 2017).

суват доколко и как компанията, в която инвестират, спазва човешките права, дали не вреди на околната среда, справя ли се с корупцията. Решенията се свеждат най-често до решения за гезинвестиции и/или инвестиционни решения, съобразени с императивите за устойчиво развитие. В тази насока се утвърждават доброволно поети ангажименти, както и тяхното постепенно законодателно уреждане.

1. За прехода от морални ангажименти/саморегулиране към правно регламентиране на фигуциарните задължения на институционалните инвеститори за ориентирано към устойчиво развитие инвестиране

Тук следва да отбележим и глобално утвърдените „Принципи за отговорно инвестиране“ (Principles for Responsible Investment, 2006), припознати от редица институционални инвеститори. Нека припомним какво представляват те и как и доколко разширяват обхвата на техните инвестиционни решения – от чисто икономически критерии към критерии, отчитащи политиката на устойчиво развитие, следвана от компанията, обект на инвестиране. Какво разкриват тези Принципи и достатъчни ли са те за аргументиране на инвестиционните решения на институционалните инвеститори спрямо техните клиенти. Ще ги представим в тяхната последователност²⁰:

1. ние ще включваме оценка на проблемите по опазване на околната среда, социални и управленски проблеми (ESG) в процесите на инвестиционния анализ и на вземане на решение;
2. ще бъдем активни собственици и ще включим въпросите по опазване на околната среда, социални и управленски въпроси (ESG) в политиката по отношение на собствеността и на практиката;
3. ще изискваме подходяща информация по въпросите на опазване на околната среда, социални и управленски въпроси от стопанските единици, в които инвестираме;
4. ще насърчаваме приемането и прилагането на принципите в инвестиционната индустрия;
5. ще работим заедно, за да подобрим нашата ефективност

²⁰ Преводът на документа не е официален.

при прилагането на принципите;

б. ще разкриваме информация за нашите дейности и напредъка при прилагането на принципите.

„Принципите за отговорно инвестиране“ (Principles, 2006), приети в навечерието на глобалната финансова кризата, са подкрепени от водещите институционални инвеститори и банки. Това са принципи, които ежегодно са обект на преценка доколко и как те се спазват²¹. Техният внимателен прочит показва как институционалните инвеститори включват в обхвата на своите фидуциарни задължения устойчивото развитие. Очертаните принципи са доброволни.

Темата за фидуциарните задължения на институционалните инвеститори и ангажиментите им за отчитане на споменатите изисквания за устойчиво развитие в техните инвестиционни решения е обект на дискусии. Централният въпрос е легимността на тези решения. Доброволно поетият ангажимент, конкретизиран в инвестиционни решения, може да не се приеме от клиентите на институционалните инвеститори, които могат да не приемат решения на мениджърите на тези гружества да не инвестират в просперираща компания поради прилагане на ГМО²². Икономическият интерес невинаги съответства на ниско доходни, ориентирани към устойчиво развитие инвестиции. Ето защо се търси правно решение: доколко и как институционалните инвеститори имат правно основание да инвестират ресурсите на своите клиенти на основната на ориентирани към устойчиво развитие инвестиционни решения.

Какво показва същият преглед на ключови моменти в тази дискусия? Отговорът на въпроса се **съдържа в известния в инвестиционните среди „доклад на Фрешфилдс“ (Freshfields report)**²³, чието

²¹ Данните сочат нарастване на броя инвестиционни гружества, застрахователни, пенсионни компании, управляващи гружества, деклариращи тяхното спазване. За 2017 г. това са 922 от Европа, 415 от САЩ, 136 от Океания, 101 от Азия, 63 от Африка, 51 от Латинска Америка, 8 UN PRI Annual report, 2017.

²² Визира се конкретен случай от практиката на институционален инвеститор от ЕС.

²³ Freshfields report е аналитичен доклад, възложен през 2005 г. от група инвестиционни мениджъри по егидата на Програмата на ООН за опазване на околната среда (UNEP) на адвокатската група Freshfields, Bruckhaus, Derlinger. Заглавието на доклада е „A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment.“

пълно название е „Правна рамка за интегриране на въпросите за опазване на околната среда, социални въпроси и управлението в институционалните инвестиции“ (A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment). Заключение е, че този подход е правно допустим във „всички юрисдикции“. В доклада на Програмата на ООН за опазване на околната среда (UNEP) е подчертано, че двете фидуциарни задължения за **лоялност и с грижата на добър търговец са задължения, които предполагат при инвестиционни решения да се вземат под внимание критерии, свързани с опазването на околната среда.** Дебатът за естеството на фидуциарните задължения и ангажираността на институционалните инвеститори е толкова етичен, колкото и правен. Институционални инвеститори в началото на 21. в. именно от съображения за легитимността на техните действия в контекста на установените фидуциарни задължения се въздържат от интегриране на критериите за устойчиво развитие в техните анализи и инвестиционни решения. Успоредно с предлагания отговор в „доклада Фрешфилдс“ (Freshfields, 2005) в цитираното изследване на Програмата на ООН за опазване на околната среда (UNEP, 2015) се привеждат мнения на представители на правната мисъл за динамичната природа на фидуциарните задължения. Аналогично и на други правни норми нормата следва действителността, победението на участниците на капиталовия пазар и на заинтересованите лица. В тази насока в подкрепа на приведените мнения е обхванато изследване за връзката между правната теория и съвременните победенчески науки (освен традиционно представяните социални, така и науката за мозъка и, естествено, когнитивната наука²⁴). В книгата е ясно посланието, че победенческите науки не биват да се приемат като обясняващи правото, а като визия, която може да бъде полезна на правото²⁵.

²⁴ del Mar M. and M. Giudice (2010).

²⁵ Безспорно целта на тази статия не е да се дискутира в теоретичен план взаимодействието между победенческите науки и правната теория. Примери и аргументи има много. Един от примерите е Ф. Найек. *Law, Legislation, Liberty*, 1973, 1976. Безспорно и неинституционалната, икономическа школа. Целта е да се подчертае, както на следващите страници, ще бъде доказано отново че правните норми приемани като допълнително бреме от страна на бизнеса са резултат на осмислени, наложени потребности – в случая от потребностите за справяне с проблемите на антропоцена. Резистентността, в т.ч. на българския бизнес, е особено силна в областта на капиталовите пазари и към днешна дата към разкриване на нефинансова информация.

Коректно е да се припомни, че за разлика от бизнеса в реалния сектор, действащ в национални граници и на глобалната арена, застава да спазва законови предписания и добри практики, регулирането на небанковите финансови институции – институционалните инвеститори, не е така експлицитно по отношение на ориентираните към устойчиво развитие фидуциарни задължения на институционалните инвеститори. Доказването на това становище е обект на изложението на следващите редове.

2. Как нормите, залегнали в директивите на ЕС и в българските закони реагират на новия дневен ред за устойчиво развитие в контекста на задълженията на институционалните инвеститори?

Отговор на този въпрос дават европейските директиви и българското законодателство по отношение на отделни институционални инвеститори. Прегледът на няколко основни документа разкрива *status quo* по отношение на животозастрахователни дружества, пенсионни дружества, инвестиционни дружества, управляващи дружества и колективни инвестиционни схеми.

2.1. Анализът на българската законодателна уредба не разкрива дефинирани **фидуциарни задължения на застрахователните дружества**. В Кодекса за застраховане (2016, чл.124, ал.1) е залегнал **принципът на разумния инвеститор**. Законоателят изисква застрахователното дружество да инвестира само в активи и инструменти, чиито рискове е в състояние да определи, измери, наблюдава, контролира и отчита (Кодекс за застраховане, 2016, чл.124, ал. 2). Предвидена е от законоателя свобода на инвестиране с параметрирани единствено активи и инструменти на инвестиране, включително и диверсификация на портфейла. Съпоставени с приведените на предшестващите страници фидуциарни задължения за ориентираните към устойчиво развитие фидуциарни задължения и за институционалните инвеститори – застрахователи по животозастраховане, то не е трудно да се заяви, че тези задължения не са дефинирани експлицитно от българския законодател. Приведената норма, поясняваща необходимостта застрахователят да инвестира в интерес на своите клиенти, е доста обща. В предвидената свобода на ин-

вестуване в Кодекса за застраховане (2016, чл.196, ал. 1 и ал. 2) се регламентира свободата да се действа без санкции от регулатора при спазване на законовите норми: „Застрахователят, съответно презастрахователят, не може да бъде задължаван да инвестира в конкретни категории активи“ (Кодекс за застраховане, 2016, чл. 196 ал. 1) и „Инвестиционните решения на застрахователя, съответно презастрахователя, или на лицата, управляващи инвестиционната им дейност, не могат да подлежат на предварително одобрение или на уведомителен режим“ (Кодекс за застраховане, 2016, чл.196, ал. 2).

Кодексът на застраховане не съдържа норми за ориентирани към устойчиво развитие фидуциарни задължения на този тип институционален инвеститор. Внимание заслужава позицията на българския застрахователен бизнес към въпросите за устойчивото развитие. Асоциацията на българските застрахователи е сред 30-те асоциации на застрахователи и презастрахователи от цял свят, подписали „Призив за действия срещу климатичните промени“ (2017 г.). „С документа международната застрахователна и презастрахователна индустрия потвърждава ангажимента си за активни действия за опазване на околната среда и за борба срещу климатичните промени... Като едни от най-големите институционални инвеститори застрахователите и презастрахователите осигуряват дългосрочно финансиране на икономиката чрез все по-засилено инвестиране в зелени и устойчиви бизнеси. Международната застрахователна и презастрахователна индустрия призовава всички заинтересовани страни да предприемат стъпки за изпълнение на Парижкото споразумение относно изменението на климата от 2015 г. и подчертават ключовото значение на конференцията на ООН по **изменението на климата** от 2017 г. в Бон, Германия (COP23) и срещата на върха „Една планета“ в Париж (Призив, 2017²⁶)“.

Позицията на българския застрахователен бизнес като част от международната застрахователна общност е отличен при-

²⁶ В статията е предадена само част от Призива. Съкратени са текстове за сметка върху акцента на постановки, илюстриращи фидуциарните задължения на застрахователите за ориентирани към устойчиво развитие инвестиционни решения.

мер за моралния ангажимент по отношение на устойчивото развитие²⁷.

2.2. Какво се съдържа в законодателната уредба за един груп институционален инвеститор – гружествата, управляващи фондове за задължително пенсионно осигуряване и за доброволно пенсионно осигуряване. Кодексът за социално осигуряване²⁸ регламентира тяхната инвестиционна дейност и по-конкретно сключването на договор с инвестиционен посредник и с лица, имащи право да извършват инвестиционни консултации относно ценни книжа, съответно сключване на договор и с групи институционални инвеститори. Заложено е и изискване за приемане на инвестиционна политика. Законодателят задължава пенсионните гружества да осигурят минимална доходност по отношение на инвестирането на средства от фондовете за задължително пенсионно осигуряване, но не залага същото изискване по отношение на инвестирането на средства от фондовете за доброволно осигуряване. Стриктно са регламентирани и активите, инструментите, включвани в портфейла от инвестиции на фондовете за задължително пенсионно осигуряване. Аналогична е уредбата и по отношение на инвестициите на средствата на фондовете за доброволно пенсионно осигуряване. Законодателят регламентира възможности за инвестиции в дългови инструменти – гържавни и корпоративни, в акции и пр. Няма разпоредби за ограничителен режим, отчитащ изисквания за опазване на околна среда, спазване на човешки права и социални условия, както и условията на управление. В Наредба 56 (4.01.2018 г.) за минималното съдържание на инвестиционните политики на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване не се предвижда и разкриване на информация и фидуциарни задължения.

Законодателната уредба за този институционален инвеститор стриктно регламентира неговата инвестиционна политика КСО (чл. 175а). В случая се дефинира и изискване за информиране на осигурените лица за тази политика. Това изискване е залегнало и в чл. 180 от Кодекса. Логично на обичайната практика, законодателят регламентира и активите, в които могат да

²⁷ Коректността изисква да се отбележи и насърчаваната от Асоциацията на застрахователите практика по прилагане на политика на корпоративна социална отговорност и ежегодни награди застрахователи и общество.

²⁸ В сила от 01.01.2000 г., с последни промени от 2018 г. (16.02).

бъдат инвестирани средства от пенсионните фондове поотделно за допълнителното задължително пенсионно осигуряване и за доброволното пенсионно осигуряване, представяни в техните конкретни разновидности като финансови инструменти.

2.3. В по-различен план са решени нещата при институционалните инвеститори от типа **управляващи дружества, колективни инвестиционни схеми и инвестиционни дружества**. Законът, уреждащ техните действия, въвежда норми, указващи **фидуциарни задължения за управляващите дружества, като действат честно и почтено в интерес на колективните инвестиционни схеми, както и да действат с необходимите умения, грижа и предпазливост**, Закон (2011, чл. 105). Ангажименти, инвестиционните решения да бъдат съобразени и с изискванията за устойчиво развитие, не са обект на законодателна уредба.

Сбитият преглед разкрива норми за фидуциарни задължения по отношение на отделни институционални инвеститори **при отсъствие на експлицитно дефинирани норми за ориентирани към устойчиво развитие инвестиционни решения. Отделни фактически действия са индикатор за политика по защита на околната среда и преди всичко срещу негативните промени на климата.**

3. Европейското законодателство относно фидуциарните задължения на институционални инвеститори

Към дискусията е добре да се отнесат предвидените в Директивата за правата на акционерите от 2017 г. задължения за ангажираността на институционалните инвеститори и управляващите дружества – Директива (ЕС 2017/828/ 2017). Видно е, че в европейското законодателството тази категория се утвърждава. В контекста на темата „устойчиво развитие“ е наложително да се отбележи регламентирането на ангажиментите на тези инвеститори по отношение на дружествата, обект на инвестиране, и на техните клиенти. Забрана няма, има необходимост от разкриване на информация. Доброволно приетите ангажименти в цитираните на предшестващите страници кодекси и Принципи за отговорно инвестиране са утвърдени в Директивата: от морално-етични ангажименти се минава и към правни норми. Според Директивата (Directive, 2017):

*„а) институционалните инвеститори и управителите на активи разработват и оповестяват публично политика за ангажираност, която описва начина, по който те включват ангажираността на акционерите в своята инвестиционна стратегия. В политиката се описва как те наблюдават съответните аспекти на дружествата, в които са инвестирали, включително стратегия, финансови и нефинансови резултати и риск, **капиталова структура и социално въздействие, въздействие върху околната среда и корпоративно управление**²⁹, водене на диалог с дружествата, в които са инвестирали, упражняване на правото на глас и на други права, свързани с акциите, сътрудничество с другите акционери, общуване със съответните заинтересовани страни от дружествата, в които са инвестирали, както и управление на реалните и потенциалните конфликти на интереси по отношение на тяхната ангажираност“*

Акцентът е върху разкриване на информация за действията на тези инвеститори, от една страна, като собственици, а от друга – като акумулиращи и управляващи ресурси на отделни физически и юридически лица. Видна е еволюцията от кодекс на стюарда, към споменатите кодекси на професионални асоциации – „Принципите на ОИСП за корпоративно управление“ (Principles, 2015), към норми на Директивата. **Фидуциарните задължения за ориентирани към устойчиво развитие инвестиционни решения не са обект на тази Директива (2017 г.)**. Транспонирането на Директивата в българското законодателство ще заложи новите изисквания към институционалните инвеститори. Успоредно с това е коректно да се отбележи, че приведените текстове от Директивата засягат общата категорията.

Заслужава внимание и регламентираният тип информация, обект на разкриване. На предшестващите редове бе направена препратката към нефинансовата декларация – продукт на транспониране на Директивата за нефинансова информация (2014 г.) в Закона за счетоводство (2016 г.). Факт е обаче, че тук става дума за разкриване на информация, без да се регламенти-

²⁹ Това са основните положения на ESG-основните компоненти на категорията „устойчиво развитие“, приета в ЕС и отразена в нефинансовата декларация – указания на министъра на финансите, 2017.

рат ориентирани към устойчиво развитие фидуциарни задължения на институционалните инвеститори.

III. От статукво към близката перспектива

Регламентирането в европейското законодателство на фидуциарните задължения за институционалните инвеститори е факт. Транспонирането на приведената Директива е логично да внесе съответни промени и в българското законодателство. Динамиката на стопанските процеси с изпреварващи темпове постави въпроса за разширяване обхвата на фидуциарните задължения на институционалните инвеститори и управляващите активи в посока на техните ангажименти за устойчиво развитие. В рамките на ЕС във връзка с мерките по повод изпълнение на Целите за устойчиво развитие SDG (2015) се предприемат правни и фактически действия за решаване на този въпрос. В приетия План за устойчиво финансиране на ЕК от 2016 г. се посочва, че Европейската комисия трябва ясно да изясни фидуциарното задължение и да насърчава отговорното инвестиране от страна на собствениците на активи. „ЕК трябва да прекрати **дебата за рисковете, свързани с околната среда, социалните въпроси и корпоративното управление в контекста на фидуциарните задължения колкото е възможно по-скоро. Тя трябва да даде указания на компетентните органи в страните**“ План (2016 г.).

Аргументи за перспективата се съдържат и в други документи/инициативи на ЕК. На първо място това са **заложените инициативи за промяна на законодателството**. На следващо място са препоръки за изменения от **икономически и управленски характер** и на трето място – препоръки към **европейски регулатори на институционални инвеститори**.

Първата тенденция може да се **илюстрира с Плана за действие на ЕК за ориентирано към устойчиво развитие финансиране – План (2018 г.)**. В мярка 7 на този план се пояснява необходимостта от **„изясняване задълженията на институционалните инвеститори по отношение на съобразяване на изискванията за устойчиво развитие в техните инвестиционни решения“ – План (2018 г.)**. Като примери за икономически и управленски инициативни могат да се приведат и съдържащите се в този План препоръки към Европейския регулатор на застрахователните и пенсионни

гружества (ЕИОРА) за изработване на становище за нормите за предпазливо ориентираните към устойчиво развитие инвестиционни решения с фокус преодоляване на климатичните промени. Впоследствие това ще се отрази и на промени в Solvency II³⁰.

Приведените постановки, базирани на предшестващ Плана за действие **обстоен доклад на експертна група на високо равнище за ориентирано към устойчиво развитие финансиране (Report, 2018), доказват постепенния преход от доброволни към нормативно регламентиранни фидуциарни задължения за устойчиво развитие спрямо институционалните инвеститори.** Преход, който в рамките на очакваното следва да активизира собствениците в публичните компании да насочват корпоративните ръководства към полшика на устойчиво развитие.

Постапената тема за фидуциарните задължения на институционалните инвеститори като събирателна категория не е само обект на заниманията на академичния изследовател. Видно е, че категорията има своето икономическо изясняване и правно регламентиране. Еднопорядковият характер на включваните в нея категории ще продължи да бъде обект на отделни регулации. Общата категория позволява безпроблемното интегриране в сложната структура на капиталовите пазари и улеснението от избягване на ненужно повтарящи се трактовки.

Заклучение

Моралният ангажимент може да стане реалност при приемане на практически действия и спазване на правните норми. В този смисъл правният дебат, воден на територията на страни с развити капиталови пазари, не е изкуствено предизвикан дебат, а намиране на онези правни аргументи, които регламентират възможността за трансформирането на моралното задължение в законосъобразни действия на институционални инвеститори³¹. Важното при аргументите за фидуциарните задължения в контекста на интегрирането на въпросите за устойчиво развитие е и възможността за проучване и оценяване на нефинансови материални рискове – рискове, причинени от съ-

³⁰ Аналогични са препоръките спрямо банките с последващи промени в Регламента и Директивата за капиталовата адекватност.

³¹ Авторът приема като гадености разбиранията, за морал и право – обект на друга област на научното познание – правните науки.

бития, свързани с устойчивото развитие, и то проявили се по отношение на компанията – обект на инвестиране, от страна на институционалния инвеститор.

В хода на дебата за легитимността на фигуриращото заглавие за отговорно инвестиране, породен от икономически интереси, прагматизмът надделява. Аргументи се съдържат в законодателствата на редица страни, както и в конкретни действия на институционалните инвеститори. Един от примерите е и Законът за съвременното робство на Великобритания.

Приведените основни положения на темата за двигателя на устойчивото развитие в съвременната стопанска практика илюстрират еволюцията в правните норми, регламентиращи действията на институционалните инвеститори. Водещото е активната позиция на капитала за осигуряване на устойчивото развитие и безспорно сътрудничеството с държавата на национално и световно равнище. Или дефинирано с езика на 17-те цели за устойчиво развитие – това е публично-частното партньорство, прокламирано като 17-ата цел на ООН за постигане на тези цели (SDG/2015).

Цитирани източници

Brundtlandt, Gr. (1987) *Gro Brundtland report for the World Commission on environment and development*.

Celik, S, M. Isaksson (2013) *Institutional Investors as owners*, P., 2013, 7.

Del Mar M. and M. Giudice (2010). *Legal Theory and Social Science, vol II*, Routledge, NY.

Michael, L. (2006) *Business ethics: The law of rules, CSR initiative Working Paper 19*, CA MA, Harvard University.

Walker, D. (2018) *Walker Review of governance in financial institutions L. FRC*.

Боева, Б. (2018) *Капитали, топене на ледове и 2 °C*. София, изд. „Изток-Запад“. Воева В. (2018) *Капитали, топене на ледове и 2 °C*, Sofia, izd. Iztok-Zapad, 2018.

Боева, Б. Цв. Цанов, П. Вълков, Ал. Христов (2016) *Корпоративно управление в международния бизнес*. София, ИК – УНСС. Воева, В., Tsv. Tsanov, P. Valkov, Al. Hristov (2016) *Korporativno upravlenie v mezhdunarodnia biznes*. Sofia, IK – UNSS.

Винер, М. *БРЕКЗИТ и европейското дружествено право, Бизнес и право*,

1, 2018. Winer, M. *BREKZIT i evropeyskoto druzhestveno pravo, Business and Law*, 1, 2018.

Ланджев, Б. (2014) *Правни проблеми на финансовото инвестиране*. София, Нова звезда. Landzhev, B. (2014) *Pravni problemi na finansovoto investirane*, Sofia, Nova zvezda, 2014.

ДИРЕКТИВА 2014/95/ЕС на ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ и на СЪВЕТА от 22 октомври 2014 г. за изменение на ДИРЕКТИВА 2013/34/ЕС по отношение на оповестяването на нефинансова информация и на информация за многообразието от страна на някои големи предприятия и групи [online] Available at [//http ec.europa.eu](http://http.ec.europa.eu) [Accessed] 7 August 2018, 95 DIRECTIVE 2014/95/EU of the EUROPEAN PARLIAMENT and of the COUNCIL of 22 October 2014 amending DIRECTIVE 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups [online] Available at [//http ec.europa.eu](http://http.ec.europa.eu) [Accessed] 7 August 2018.

ДИРЕКТИВА 2017/828/ЕС на ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ и на СЪВЕТА от 17 май 2017 г. за изменение на ДИРЕКТИВА 2007/36/ЕС по отношение на насърчаването на дългосрочната ангажираност на акционерите [online] Available at [//http ec.europa.eu](http://http.ec.europa.eu) [Accessed] 7 September 2018, DIRECTIVE (EU) 2017/828 of the EUROPEAN PARLIAMENT and of the COUNCIL of 17 May 2017 amending DIRECTIVE 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement [online] Available at [//http ec.europa.eu](http://http.ec.europa.eu) [Accessed] 7 September 2018.

Закон за дейността на колективните инвестиционни схеми и на групи предприятия за колективно инвестиране, ДВ, бр. 77, 2011. Zakon za deinostta n kolektivnite investizionni shemi I drugi predpriatia za kolektivno investirane, SG issue 77, 2011.

Национален кодекс за корпоративно управление 2016, [online] Available at www.bse-sofia.bg [Accessed] 28 August 2018, National Corporate Governance Code 2016, [online] available at www.bse-sofia.bg, [Accessed] August 21st 28 2018.

Призив за действия срещу климатичните промени 2017 [online] Available at www.abz.bg [Accessed] September 1st 2018, Priziv za deistvia sreshtu klimatichnite promeni 2017 [online] Available at www.abz.bg [Accessed] September 1st 2018.

Action Plan: Financing Sustainable Growth 2018, EC 08 March 2018, Br. [online] available at [//http ec.europa.eu](http://http.ec.europa.eu) [Accessed] 10 March 2018.

G20/OECD Principles for Corporate Governance 2015, OECD, P., 2015.

High Level Expert Group on Sustainable finance, Financing EU sustainable Economy [online] [//http ec.europa.eu/info sites](http://http.ec.europa.eu/info/sites) [Accessed] 8 March 2018.

ICGN *Global Stewardship Principles* 2018. /[online] Available at www.icgn.org [Accessed] 28 August 2018].

EFAMA *Stewardship Code Principles for asset managers' monitoring of, voting engagement with investee companies*, FIRST ADOPTED ON 06 APRIL 2011 REVISED IN 2017 – 2018/efama.org [online] Available at www.efama.org [Accessed] 14 August 2018].

UNEP, 2015. *Fiduciary duty in THE 21st century*. UNEP, NY, 2015.

ICGN Annual review 2017/2018 [online] Available www.icgn.org [Accessed] 1. September 2018.

UK Stewardship Code, 2012 UK 2012 [online] Available at www.frc.org.uk [Accessed] 11 July 2018.

UN Principles for Responsible Investment 2006 [online] Available at www.unpri.org [Accessed] 19 April 2018.

UN Sustainable Development Goals 2030, 2015 [online] Available at www.un.org/sustainable-development [Accessed] 5 July 2018.

WIR 2016, UNCTAD Ge 2016.

Закон за публично предлагане на ценни книжа (в сила от 31.01.2002, ДВ, бр. 61 от 2002; ДВ, бр. 62 от 2017), чл. 116б; Допълнителни разпоредби § 11.6. Закон за публично предлагане на зенни книжа, SG issue 61 2002, SG issue 62 2017 art 116b.

Кодекс за застраховане, 01.01.2016, в сила от 01.01.2016 г. Обн. ДВ, бр. 102 от 29 декември 2015 г., гон., ДВ, бр. 62 от 9 август 2016 г., изм. и гон., ДВ, бр. 95 от 29 ноември 2016 г., гон., ДВ, бр. 103 от 27 декември 2016 г., гон., ДВ., бр. 8 от 24 януари 2017 г. Kodeks za zastrahovane SG issue 102 2015.

Наредба № 56 от 4.01.2018 г. за минималното съдържание на инвестиционните политики на фондовете за допълнително пенсионно осигуряване. Naredba N56 za minimalno sudurzanie na investiiionnite politiki na fondovete za dopulnitelno pensionno osiguriavane.