

## **Новите идеи за промени в уредбата на АДСИЦ**

адвокат Виктор Токушев, tokushev@tokushev-lawoffice.com

Адвокатско дружество „Токушев и съдружници“

### **Малко история**

Законът за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДСИЦ) е приет на 7 май 2003 г. (обн. ДВ 46/2003 г.). До приемането му се стига след близо година обсъждане от народното събрание на проекта, внесен от народните представители Мирослав Севлиевски и Ралица Агайн. От дистанцията на времето може да кажем, че това е един от малкото закони, които не са инициирани от Министерски съвет, но са довели до реална промяна в българската икономика и по-конкретно в сектора „инвестиции в недвижими имоти“. На базата на този закон от Комисията за финансов надзор (КФН) са лицензирани над 50 дружества със специална инвестиционна цел, които имат активи на стойност над 1 млрд. лева и обща пазарна капитализация над \_\_\_\_ лева. Отчитайки значимостта за пазара на сделките с акции на тези дружества, от 3 септември тази година „Българска фондова борса – София“ АД стартира самостоятелен индекс BG REIT, базиран на изменението в цените на 11 от най-ликвидните дружества със специална инвестиционна цел, секюритизиращи недвижими имоти.

Две са основните специфики на ЗДСИЦ – на първо място, той не е създаден на базата на европейска директива, тъй като все още няма обща регулация на ЕС относно колективните схеми за инвестиране в недвижими имоти, или на чуждестранен закон. От друга страна следва да се отбележи, че от приемането си до днес законът не е бил предмет на никакви сериозни промени. Затова и предложенията за промени в него, инициирани от КФН, заслужават внимание.

### **Предложенията на КФН**

Проектът на закон за изменение и допълнение на ЗДСИЦ, предложен от КФН, е публикуван на интернет страницата на Комисията на 5 юли 2007 г. (<http://www.fsc.bg/down.asp?f=d&n=4121>). Както може и да се очаква, предложенията са свързани с допълнително регулиране на дейността на дружествата със специална инвестиционна цел. Следва да се отчете, че не са предлагат революционни промени, които да засегнат бизнеса и да затруднят функционирането на вече съществуващите компании или пък да създадат пречки пред учредяването на нови. Промените са в няколко насоки.

Изясняване на правното положение на банката-депозитар. Досегашната практика по прилагане на закона показва, че изискването дружествата със специална инвестиционна цел да имат само една разплащателна сметка в банка-депозитар, от която следва да се извършват всички плащания, създава доста практически затруднения. За съжаление предложението не решава поставените проблеми. На първо място банката-депозитар би била доста затруднена да следи „всички плащания“ на дружеството – очевидно идеята на закона е била да се следят плащанията, свързани с инвестиционната дейност на дружество, с оглед съответствието им с изискванията на закона и заложените в проспекта инвестиционни цели. На следващо място

категоричното закрепване в закона на изискването „единствена разплащателна сметка създава“ непреодолими пречки пред дружествата, доколкото в банковата практика се е наложило правило, че средства от кредитиране се усвояват по разплащателна сметка в банката, отпуснала кредита. Доколкото според закона дружеството със специална инвестиционна цел (ДСИЦ) не може да получава кредит от банката-депозитар, то това означава, че всяко кредитиране ще минава през разплащателна сметка в друга банка, което представлява нарушение на закона. За това и трябва да се иска отпадането му. Съществен е не броят на разплащателните сметки, които има едно дружество, а това инвестиционните разходи, съответно разпределението на печалбата да се извършва през банката депозитар, която да осъществява контрол.

Детайлизацията на уредбата на обслужващите дружества. Напълно основателно Комисията предлага не само замяната, както беше досега, но и привличането на нови обслужващи дружества да бъде предмет на контрол. В противен случай се стигаше до абсурдната ситуация в процедурата по издаване на лиценз да бъдат подробно проверявани посочените в проспекта обслужващи дружества, а след лиценза компанията да може да избира нови – без никакви ограничения, което може да доведе до сериозни вреди за инвеститорите. Необяснимо е обаче, защо като се въвежда подобно изискване, не се извършва и прецизиране на понятието за обслужващо дружество, защото по този начин може да се стигне до ситуацията комисията да одобрява доставчика на интернет за някои АДСИЦ, което несъмнено би било загуба на време и ресурси.

Предлага се допълнение в текста на закона относно дъщерните обслужващи дружества, определяща, че общият размер на такива инвестиции не може да надхвърля 10% от капитала на АДСИЦ независимо от броя на обслужващите дружества. Тази поправка е напълно логична и в интерес на истината и до сега можеше да се изведе от закона. По-сериозният въпрос е защо като се правят промени в тази посока не се конкретизира понятието „дъщерно обслужващо дружество“ – какъв дял от капитала трябва да има дружеството със специална инвестиционна цел, и доколкото такова дружество е несъмнено свързано с ДСИЦ спрямо този тип обслужващи дружества не отпаднат някои изисквания като това за необходим опит или за независимост на мениджмънта.

На последно място от предложенията на КФН следва да се разгледа и идеята за отпадане на разпоредбите за търгово предлагане относно дружествата със специална инвестиционна цел. Това предложение е напълно резонно с оглед на утвърдилата се практика едно физическо или юридическо лице да притежава над 50% от капитала на дружеството към момента на лицензирането. Нещо повече, Комисията правилно е отчела обстоятелството, че въпреки притежаването на качество на публични дружества, спрямо тях не следва да се прилагат всички относими към публичните компании разпоредби, доколкото дружествата със специална инвестиционна цел са замислени като колективни инвестиционни схеми, а при тях изискванията за търгово предлагане не съществуват.

## **Предложенията на бизнеса**

Въпреки че няма публично представяне, инициативата на КФН за промяна в закона предизвика реакция и в инвестиционната общност, която формулира две основни предложения.

На първо място се застъпи искането кръгът на имотите, предмет на секюритизация, да бъде разширен като се даде възможност на дружествата да инвестират в имоти, намиращи се в държава-член на ЕС. Основен мотив за това предложение е приемането на България от 1 януари 2007 г. като член на ЕС и общо утвърденият принцип в него за свободно движение на хора, стоки и капитали. Тази идея не може обаче да бъде споделена на този етап. Доколкото в ЕС няма единна уредба на дружествата със специална инвестиционна цел, то не съществуват и разпоредби за „единен европейски паспорт“, подобни на тези при колективните инвестиционни схеми, което прави невъзможен трансграничният им надзор и регулация. Още повече, че с оглед предвидените данъчни преференции дружествата със специална инвестиционна цел са замислени като инструмент за стимулиране на българската икономика. В бъдеще обаче приемането на подобно предложение би следвало да бъде предмет на сериозно обсъждане.

Второто предложение на бизнеса е още по-екзотично – да се разреши на ДСИЦ да инвестират част от активите си в колективни инвестиционни схеми или в ценни книжа, емитирани от публични дружества. Подобно разрешение би било твърде драстична промяна в правния и регулаторен режим на дружествата със специална инвестиционна цел. На първо място, така би се стигнало до отпадането на изключителния характер на предмета им на дейност и от инструмент за секюритизация, те биха се превърнали в играч на капиталовия пазар, подобен на договорните и пенсионните фондове. На следващо място, трябва да се отчете и структурата на управление на ДСИЦ, тъй като при тях за разлика от колективните инвестиционни схеми, при които инвестиционните решения се вземат от управляващото дружество, политиката се определя от членовете на съвета на директорите, за които към момента не съществува изискване да притежават квалификация и професионален опит в инвестирането в ценни книжа. На последно място, инвестирането в ценни книжа би изправило инвеститорите в съществуващите ДСИЦ пред редица специфични рискове, за които те не са били информирани в проспекта, но не са дали и съгласие, че приемат.

### **Вместо заключение**

Без да има претенции за изчерпателност, тази статия цели отново да постави на дискусия някои от идеите за промяна в ЗДСИЦ, защото те биха засегнали широк кръг инвеститори. Трябва да се има предвид, че когато се правят промени в един добре функциониращ закон, те трябва да са насочени към усъвършенстване на уредбата на база утвърдената практика, а не към допълнителното ѝ бюрократизиране. На последно място следва да се отчете и фактът, че има и незасегнати от обсъжданите предложения проблеми и пропуски в закона, които следва да бъдат коригирани, като например липсата на изискване дружеството да има определен брой акционери средногодишно или с акциите му да бъдат извършвани определен брой сделки, за да запази публичния си статут.

-----  
Настоящата статия не представлява правно становище или правен съвет. Авторът на статията и Адвокатско дружество „Токушев и Съдружници“ не носят отговорност за предприемането на каквито и да е правни действия въз основа на съдържанието ѝ.