

Дружества със специална инвестиционна цел – правна характеристика

Виктор Токушев

Със Закона за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДСИЦ), приет от Народното събрание на 7 май 2003 г.¹, в българската правна действителност се урежда възможността за създаване на акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ). Предметът на дейност на АДСИЦ по принцип може да се осъществява от всяко акционерно дружество, но въвеждането на специфични изисквания относно учредяването и функционирането на тези дружества дава основание АДСИЦ да се характеризира като нов вид правен субект, а това налага и съответното му изследване. От приемането на ЗДСИЦ до настоящия момент законът не е бил обект на задълбочен правен анализ, а теоретичните разработки, свързани с него, засягат само отделни аспекти от правната уредба, без да дават пълна картина за същността и принципите на регулиране на АДСИЦ².

Това изследване е опит да се преодолее съществуващата празнота, без да има претенции за изчерпателност. Целта е да се направи правна характеристика на тези дружества, като се представят и анализират същностните особености на АДСИЦ, да се разгледа регулаторната политика на Комисията за финансов надзор³ (КФН) като надзорен орган, на който е възложено лицензирането и

¹ Обн. ДВ 46 от 20 май 2003 г., последно изменение ДВ бр.52 от 29 юни 2007 г.

² Дружествата се разглеждат като емитенти на финансови инструменти в монографията на **Касабова, К.**, Правни аспекти на финансовите инструменти, С. 2007 г., с. 349-356. В специализираните издания са поместени следните по-съществени публикации: **Георгиев, В.**, Защита на имуществото на дружество със специална инвестиционна цел, сп. Търговско право, кн. 3/2003 г.; **Георгиев, В.**, Секюритизация на недвижими имоти и вземания по Закона за дружествата със специална инвестиционна цел, сп. Пазар и право, кн. 7/2003 г.; **Георгиев В.**, Управляващо и обслужващо дружество, сп. Пазар и право, кн. 3/2004; **Михайлов, А.**, Правна уредба на отношенията между дружествата със специална инвестиционна цел и обслужващите дружества, сп. Пазар и право, кн. 6/2005 г.

³ Практиката на КФН представлява интерес най-вече с оглед на постановените откази в лицензионни производства, които са публични и богато мотивирани, както и с оглед на тълкуванията, които тя е дала по прилагането на ЗДСИЦ. За съжаление съдебна практика по прилагането и тълкуването на закона няма.

контрола на дейността на АДСИЦ, както и да се обсъдят някои въпроси поставени от практиката, свързани с функционирането на тези дружества.

Интересът към АДСИЦ не е само научен, той се основа и на факта, че тези дружества представляват своеобразен икономически феномен⁴. За период от шест години години⁵ КФН е лицензирала общо 71 АДСИЦ, като мнозинството от тях – 62 на брой, са с предмет на дейност инвестиране в недвижими имоти, а останалите 9 са с предмет на дейност инвестиране във вземания. В най-добрия период от своето съществуване досега (краят на 2007 – началото на 2008 г.) АДСИЦ притежават активи на стойност над 1 милиард лева, което е впечатляващ обем за размерите на българската икономика. Потенциалът на дружествата със специална инвестиционна цел привлече вниманието и на борсовите участници както с мащабните увеличения на капитала, така и с постигнатите финансови резултати, което даде възможност на пенсионните фондове и на колективните инвестиционни схеми, както и на дребните инвеститори, да участват в развитието на строителния сектор и в разпределението на печалбите от него. Като отчете значимостта за пазара на АДСИЦ, „Българска фондова борса – София“ АД от 3 септември 2007 г. стартира самостоятелен индекс BG REIT, базиран на изменението в цените на 11 от най-големите и ликвидни дружества със специална инвестиционна цел, инвестиращи в недвижими имоти⁶, с обща пазарна капитализация над 500 милиона лева.

Световната финансова криза от началото на 2008 г. оказва съществено влияние в този сектор, което доведе и до застой в създаването на нови дружества от средата на 2008 г., а и до замразяване или прекратяване на

⁴ Относно засиления инвестиционен интерес към тези дружества вж. **Ранкова, Д.**, Развитие на капиталовия пазар в България, сп. Пазар и право, кн. 12/2006 г., с. 61, и **Вълков, П.**, Българските дружества със специална инвестиционна цел и инвестирането в недвижими имоти, сп. Финанси и право, кн. 5/2005 г.

⁵ Статистическата информация, представена към статията, се базира на данни, публикувани на интернет страницата на Комисията за финансов надзор (www.fsc.bg), както и на публично обявена информация в проспектите и финансовите отчети на съществуващите АДСИЦ, които са достъпни чрез интернет страницата на „Българска фондова борса – София“ АД (www.bse-sofia.bg), и е актуална към 1 септември 2009 г.

⁶ В индекса са включени акциите на следните компании: „Фонд за недвижими имоти България“ АДСИЦ (BREF), „Фонд за земеделска земя Мел Инвест“ АДСИЦ (ALOFMI), „ФеърПлей Пропъртис“ АДСИЦ (FPP), „Парк“ АДСИЦ (PARK), „Интеркапитал Пропърти Дивелопмънт“ АДСИЦ (ICPD), „ЕЛАРГ фонд за земеделска земя“ АДСИЦ (ELARG), „Булленд инвестмънтс“ АДСИЦ (LAND), „БенчМарк фонд имоти“ АДСИЦ (BMREIT), „Актив Пропъртис“ АДСИЦ (AKTIV), „Адванс Терафонд“ АДСИЦ (ATERA), „Ексклузив Пропъртис“ АДСИЦ (EXPRO), „Агро Финанс“ АДСИЦ (AGROF).

инвестиционни проекти, както и до някои ликвидации през 2009 г.⁷ Въпреки всички проблеми представянето на дружествата от BG REIT през периода на кризата е относително по-добро от това на компаниите, включени в останалите борсови индекси, което е ясно доказателство, че АДСИЦ са спечелили доверието на инвеститорите в по-голяма степен от останалите пазарни участници и че инвестициите в техните акции са едно от възможните „убежища при кризи“⁸. Всичко казано дотук показва, че историята на АДСИЦ в България до настоящия момент е история на успеха, която започва с едно законодателно предложение от 2002 г.

1. Законодателна уредба.

1.1. Приемане на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел.

На 31 юли 2002 г. в 39-тото Народно събрание е внесен законопроект за приемане на Закон за дружествата със специална инвестиционна цел. Следва да се отбележи, че до този момент уредбата на подобен тип дружества в България не е била предмет на разискване нито в теорията, нито в специализираните издания, а още по-малко е била част от законодателната програма на предходните български парламенти. Нещо повече, подобна уредба не се е изисквала от европейските ни партньори с оглед на присъединяването на България към Европейския съюз. Вносителите на закона, народните представители Мирослав Севлиевски и Ралица Агайн, заедно с група експерти, подготвят проекта с цел нормативно стимулиране на възможността за развитие на капиталовия пазар и на българската икономика като цяло чрез създаването на подходяща правноорганизационна форма за колективно инвестиране в недвижими имоти и вземания. Основната идея на вносителите е чрез създаването на нов инструмент на капиталовия пазар да насърчат дребните и

⁷ През втората половина на 2008 г. и през 2009 г. два АДСИЦ за вземания (“Хюндай Финанс” АДСИЦ и “Капитал Директ – 1” АДСИЦ) и едно дружество за секюритизиране на недвижими имоти (“Алфа Пропърти 1” АДСИЦ) са се отказали от лицензите си за извършване на дейност като акционерно дружество със специална инвестиционна цел и са започнали процедура по ликвидация.

⁸ Движението на индекса BG REIT през време на финансовата криза е много интересно от сравнителна гледна точка спрямо това на основния борсов индекс. От януари до септември 2008 г. спадът при него е значително по-малък от този на основния борсов индикатор SOFIX в размер на около 20 – 25% от максимума. След фалита на Lehman Brothers в края на септември 2008 г. при BG REIT има рязък спад в размер до 60-65% от максимума, в същото време спадът на SOFIX е над 75%.

средни инвеститори като им дадат възможност за участие в големи и доходоносни проекти. Накратко казано, създават се дружества, достъпни за българските дребни и средни инвеститори, които се търгуват публично на българската борса и инвестират генерираните средства в проекти, свързани с недвижими имоти и вземания на територията на България⁹. Идеята за създаването на закона се основава и на основателното предположение за бурното развитие на пазара на недвижими имоти и нарастването на техните цени, както и за повишаването на стандарта на живот и развитие на потреблението, свързано със създаването на множество схеми за потребителско кредитиране като кредитни карти, потребителски кредити и лизинг, което води до генерирането на големи пакети от еднообразни вземания. Предложеният проект дава общата уредба на дружествата със специална инвестиционна цел, специфичните изисквания към тяхното учредяване, управление, лицензиране и функциониране, като и предложение за промяна в данъчното законодателство, свързано с освобождаване от корпоративно данъчно облагане на новите субекти, стимулиращо създаването и инвестирането в АДСИЦ.¹⁰

По време на обсъжданията на законопроекта се очертават два основни правни проблема, които ангажират вниманието на народните представители. На първо място се поставя въпросът, защо е необходим самостоятелен закон уреждащ дружества за инвестиции в недвижими имоти и вземания, а те не бъдат уредени в нова глава в Закона за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК), където са регламентирани инвестиционните дружества. Вторият проблем, предмет на още по-сериозно обсъждане, е свързан с предложения режим на освобождаване на новите субекти от данък печалба, което според критиците на закона създава условия за избягване на данъчното облагане и поставя новите дружества в привилегировано положение спрямо останалите участници на пазара. Основният аргумент на вносителите в полза на самостоятелната уредба

⁹ Внимателният анализ на мотивите към законопроекта и изясняването на целите, които са си поставили неговите вносителите са ключови за разбирането на някои от предложените законодателни решения, доколкото те нямат аналог в българското право.

¹⁰ Пълният текст на законопроекта, включително и на мотивите към него, е достъпен на <http://www.parliament.bg/?page=app&lng=bg&aid=4&action=show&lid=326>.

на АДСИЦ в отделен закон се състои в тяхната специфика спрямо всички съществуващи до този момент правни фигури¹¹, както и във факта, че към 2002-2003 г. не може да се твърди, че ЗППЦК съдържа някаква кодификация на инвестиционните дружества¹². Предлаганият данъчен режим от друга страна се защитава в две насоки. Преди всичко той е типичен и дори основополагащ за колективните инвестиционни схеми, доколкото само чрез освобождаване от данъци на структурата, чрез която се извършва колективното инвестиране, се гарантира данъчна равнопоставеност на индивидуалния и колективния инвеститор. Освен това се изтъква, че различното третиране на АДСИЦ и останалите участници на пазара се основава на стриктните изисквания към дейността на дружествата със специална инвестиционна цел и засиления контрол върху тях, които са нетипични за останалите дружества и балансират освобождаването от данък печалба. Всички тези аргументи явно надделяват над възраженията срещу закона, който е приет близо една година след внасянето му с незначителни изменения спрямо първоначалния проект.

1.2. Законодателни модели за създаването на ЗДСИЦ. Въпреки че ЗДСИЦ урежда два вида дружества според инвестиционната им цел, подходът на законодателя при уредбата им е идентичен като създаването и функционирането на дружествата за инвестиции в недвижими имоти и дружествата за инвестиции във вземания се подчиняват на едни и същи правила.

Без да си поставяме за цел излагането на цялостен сравнителноправен анализ на уредбата на дружествата за инвестиции в недвижими имоти, не може да не се отчете обстоятелството, че водещият модел, който е следвал българският законодател, е моделът на американските тръстове за инвестиции в

¹¹ Относно приликите и разликите между дружествата със специална инвестиционна цел и инвестиционните дружества от отворен и затворен тип вж. по-долу т. 2.3.

¹² Самостоятелната уредба като подход при регулирането на АДСИЦ се защитава и в литературата, като подобен законодателен подход се вижда и в създаването на специален режим за приватизационните фондове, въпреки че те представляват особен вид инвестиционни дружества вж. **Жишев, Е.**, Относно някои аспекти от правния режим на дружествата със специална инвестиционна цел, Бюлетин на Комисия за финансов надзор, кн. 9/2003 г., с. 4 -5.

недвижими имоти (Real Estate Investment Trusts – REITs)¹³. Това е и общоприетият модел за създаване на подобни дружества (които инвестират в недвижими имоти) в целия свят¹⁴. Важно е да се отбележи, че към момента на обсъждането на българския закон в законодателствата на трите водещи европейски държави – Германия, Франция и Великобритания, няма уредба на подобен тип дружества. Във Франция уредба на *sociétés d'investissement immobiliers cotées* (SIIC), които са сходни на българските АДСИЦ, се въвежда същата 2003 г., а във Великобритания (UK-REIT) и Германия (G-REIT) са уредени през 2007 г.¹⁵ С оглед на това и доколкото сме си поставили за цел да изясним правната характеристика на българските АДСИЦ, ще бъде направен кратък преглед на произхода и развитието на американските REITs.

Генезисът на идеята за съществуване на дружества, занимаващи се само с инвестиции в недвижими имоти, възниква през 50те години на 19 век в САЩ със създаването на т. нар. Масачузетски тръст (Massachusetts Trust)¹⁶, като правна фигура, която за разлика от класическите търговски дружества (corporations) имала възможност да притежава недвижими имоти, които не са пряко свързани с търговската ѝ дейност. Другото голямо предимство на тези тръстове е, че те не се облагат с корпоративни данъци и дивидентите от тях достигат до индивидуалните инвеститори, където единствено подлежат на данъчно облагане. Тези тръстове просъществуват до 1935 г., когато с решение на Върховния съд на САЩ данъчният им режим се променя и те започват да се

¹³ Че това е първоизточникът на закона се посочва от неговите вносителите вж. **Агайн, Р.**, Дружества със специална инвестиционна цел, в Българският Уолстрийт, С., 2004 г, стр. 99 и се отчита в анализите на закона вж. **Жишев, Е.**, цит. съч., с. 4 и **Касабова, К.**, Цит съч., стр. 350.

¹⁴ На базата на американските REITs в цял свят се създават дружества, които не само възприемат принципите им, но дори повтарят и тяхното наименование, напр. UK- REIT се наричат дружествата във Великобритания, G-REIT - тези в Германия, в Корея подобни дружества са известни с наименованието K – REIT, в Хонг Конг – HK-REIT, в Япония – JREIT, в Турция - Real Estate Investment Companies – REIC и др. Относно сравнителнонаправен преглед на тези дружества вж. European Public Real Estate Association: Global REIT Survey 2008 - http://www.epra.com/media/Epra_REIT_Survey_2008.pdf.

¹⁵ Особено интересен е примерът с Германия, където въпреки възможността за инвестиране в недвижими имоти чрез инвестиционни дружества от отворен и затворен тип се възприема и създаването на компании по американския модел – за сравнение между американските REITs и немските фондове вж. **Black, R. T, Rotke, N., Becker M.**, A Comparison of US Real Estate Investment Trusts and German Real Estate Investment Entities, Working Paper Series #06-001, www.rem-institute.org.

¹⁶ Относно развитието на концепцията за REITs вж. **Chan, S.H., Erickson, J., Wang, K.**, Real Estate Investment Trusts, Structure, Performance and Investment Opportunities, Oxford University Press, Oxford, 2003, p. 14-15 и **Black, R. T, Rotke, N., Becker M.**, Op. Cit., p 2-3.

облагат на две нива като всички търговски дружества.¹⁷ От характеристиките на този първоначален модел на съществуването на американските тръстове за недвижими имоти може да се направи извод, че те са замислени не толкова като нова правноорганизационна форма, а като нова концепция за данъчно третиране на определен бизнес.

Този подход се утвърждава и при създаването на модерните американски REITs, които възникват след промяна в Данъчния кодекс на САЩ (Internal Revenue Code)¹⁸, приета от Американския конгрес през 1960 г.¹⁹ Съгласно разпоредбите на Данъчния кодекс (§ 856) всяко правно образувание (дружество, тръст или асоциация) може да бъде третирано като „тръст за инвестиране в недвижими имоти“ и да бъде освободено от данък печалба²⁰, ако отговаря на следните условия: 1) да се управлява от един или няколко директора; 2) акциите или дяловете му да са свободно прехвърляеми²¹; 3) да има поне 100 акционера, като не се допуска повече от 50% от капитала да са съсредоточени в 5 или по-малко акционера (т.нар „правило 5/50“); 4) да инвестира поне 75% от своите активи в недвижими имоти или ценни книжа, свързани с недвижими имоти, ипотeki и държавни облигации, или да ги държи като паричен депозит; 5) поне 75% от приходите му преди облагане с данъци да са от наеми, от лихви по ипотeki, от промени в стойността на притежаваните недвижими имоти или от други източници, свързани с притежаваните недвижими имоти, 6) не повече от 25% от активите му да бъдат в акции на дъщерни дружества, които са данъчно

¹⁷ MORRISSEY V. COMMISSIONER, 296 U. S. 344 (1935) - <http://supreme.justia.com/us/296/344/case.html>.

¹⁸ И днес уредбата на американските REITs е в Internal Revenue Code, Subtitle A – Income Taxes, Chapter 1 – Normal Taxes and Surtaxes, Subchapter M - Regulated Investment Companies and Real Estate Investment Trusts, PART II – Real Estate Investment Trust и PART III – Provisions Which Apply to Both Regulated Investment Companies and Real Estate Investment Trust, § 856 - § 860.

¹⁹ При приемането на закона основният мотив на американските законодатели е бил изравняването на данъчния статут на инвеститорите, които инвестират във взаимни фондове от затворен тип, и тези, които инвестират в тръстове за инвестиране в недвижими имоти, „тъй като и в двата случая става дума за споразумения за обединяване, чрез които на дребните инвеститори могат да се гарантират предимства, достъпни обикновено само за тези, разполагащи с големи ресурси“ вж. **Garrigan, R., T., Parsons, J.F.C.**, Real Estate Investment Trust: Structure, Analysis and Strategy, McGraw-Hill, New York, 1997, p. 3.

²⁰ REIT не е тръст като правноорганизационна форма, а избор на режим на данъчно облагане, както правилно отбелязва **Hudson-Wilson, S.**, In The Handbook Of Financial Instruments under the edition of **Frank J. Fabozzi**, The Frank J. Fabozzi Series, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2002, p. 704.

²¹ Изискването за свободна прехвърлимост на акциите или дяловете не означава, че американските REITs са задължително публични дружества. Те могат да бъдат както частни, така и публични структури, а класическият модел е на публично дружество, което е търгувано на някоя от големите американски борси.

задължени; 7) да разпределя поне 90 % от своите приходи преди облагане с данъци като дивидент всяка година²². Ограниченията относно притежаваните активи и източниците на приходи са въведени с цел да превърнат REITs в дългосрочни инвестиции, за разлика от останалите компании в сектора на недвижимите имоти.

Първоначално на тръстовете се забранява директно да управляват своите недвижими имоти, като те са имали възможност или да наемат независими дружества, които да извършват поддръжката и управлението им, или да ги отдават под наем. С промените в данъчното законодателство от 1986 г. (Tax Reform Act of 1986) това правило се променя и се дава възможност на тръстовете пряко да извършват някои „обичайни услуги“ за своите наематели, което пък от своя страна им позволява да задържат като приход таксите за тези услуги, които в противен случай биха отишли в посочените по-горе независими дружества. Тази и още няколко промени в законодателството²³ водят до т. нар. „The REIT Boom“ през 90-те години на 20 век, когато броят на съществуващите тръстове и размерът на управляваните от тях активи се увеличават почти двойно.

На базата на активите, в които са избрали да инвестират, американските REITs могат да се разделят на три основни типа. Първият тип са тръстове, които пряко инвестират в недвижими имоти, като след придобиването им или изграждането им не ги препродават, а реализират доходи от тях най-често от отдаването им под наем, наричани Equity REITs. Освен тях съществуват тръстове, които или пряко отдават пари под формата на ипотечни кредити, или непряко придобиват такива кредити, като инвестират в ипотечни облигации, наричани

²² Относно тълкуването на отделните елементи на понятието за REIT вж. **Garrigan, R., T., Parsons, J.F.C.**, Op. Cit., pp. 33-39.11

²³ През 1993 чрез Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993 се създава възможност на пенсионните фондове да вземат по-съществено участие в тръстовете, като за тях правилото 5/50 придобива по-широко тълкуване. През 1997 г. с Taxpayer Relief Act of 1997, известен още като REIT Simplification Act, се облекчават възможностите за продажба на активи от страна на тръстовете, без да се нарушава изискването за дългосрочност на инвестициите, а с REIT Modernization Act of 1999 се разширяват допълнително възможностите на тръстовете да извършват услуги, като им се разрешава чрез дъщерни дружества да извършват това, което до този момент им е било забранено. Относно развитието на законодателството за REITs вж. **Chan, S.H., Erickson, J., Wang, K.**, Op. Cit., pp. 31-32, а относно значението на Taxpayer Relief Act of 1997 вж. **Popplewell, Th. R.**, Taxpayer Relief Act of 1997: Provisions Affecting Real Estate Investment Trusts, The Real Estate Tax Digest Vol. 16, book 6/ June 1998, p. 171.

Mortgage REITs. Третият вид тръстове са тези, които комбинират двата типа инвестиции, наречани Hybrid REITs. Към настоящия момент огромното мнозинство от функциониращите тръстове са от първия тип²⁴, но различните видове са имали различно съотношение през отделните времеви периоди с оглед на промените в пазара на недвижими имоти и промените в законодателството. От всичко казано дотук следва, че ако американските REITs са се превърнали в регулаторен модел, това не е случайно, а се дължи на дългата им история и законодателната политика на Американския конгрес и съответните надзорни агенции за създаване на най-добра среда за този тип инвестиции.

Изясняването на основните положения в уредбата на американския първообраз на българските АДСИЦ дава основание за извода, че американският модел е възприет само като идея, като концепция, която е адаптирана към българските реалности, а не е буквално пресъздаден в нашия закон. Няколко са съществените различия между американските REITs и българските АДСИЦ. На първо място различен е цялостният подход на уредба, доколкото в България функциите на REIT могат да се изпълняват единствено от специфични дружества – АДСИЦ, а не от всяко образувание, което избере определен данъчен режим или пък спазва законовите изисквания, предвидени в ЗДСИЦ. На второ място при АДСИЦ липсва изискването за определен брой акционери и забрана за концентрация на капитала (т. нар. „правило 5/50“ или негов нормативен аналог) и тази отлика в правния режим има своето икономическо основание. За недостатъчно развития към момента български пазар нормативното налагане на изискване за брой акционери в едно дружество е неприложимо и би се превърнало в пречка за развитието на новите компании. Нещо повече в цяла Европа концентрацията на капитала е по-скоро обичайна практика²⁵, която българският законодател дори съзнателно използва, въвеждайки изискването за

²⁴ По данни на NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts) към януари 2009 г. от 136 тръста, които са регистрирани в Комисията по ценни книжа и борсите на САЩ (SEC), 91% са Equity REITs, 7% са Mortgage REITs, а 1% са от хибриден тип – www.reit.com.

²⁵ В този смисъл Агайн, Р., цит. съч., с. 99.

институционални инвеститори при учредяване на АДСИЦ²⁶. На трето място за българските дружества не съществува изискването за дългосрочност на инвестициите, респективно за приходи, реализирани основно от получавани наеми. Това решение също следва да се подкрепи, тъй като то се базира както на изключително неразвита пазар на наеми в страната, така и на момента на създаването на дружествата, свързан с бума в строителството и респективно продажбите на нови недвижими имоти. На четвърто място има съществена разлика в уредбата относно действията по обслужване, които могат да бъдат извършвани от дружествата, тъй като в България има пълна забрана за извършване на подобни действия от АДСИЦ по първоначалния модел на REITs²⁷, а в САЩ има тенденция в обратна посока. На последно място важно за българския модел е, че ЗДСИЦ урежда два вида дружества - едните инвестиращи в недвижими имоти, а другите - във вземания, като не се допуска смесване между двата типа дейност в едно дружество. С оглед на това що се отнася до дружествата по българското право Mortgage REITs, а поради това и Hybrid REITs са на практика недопустими²⁸.

1.3. Специфика на правната уредба, въведена със ЗДСИЦ. След като накратко бяха разгледани въпросите, свързани с приемането на закона, и беше направено разграничение между американския модел и съществуващите в България дружества за инвестиране в недвижими имоти, следва да се обърне внимание и някои особености на самия Закон за дружествата със специална инвестиционна цел като подход на правно регулиране. Подобно на множество други закони, уреждащи дружества със специален предмет на дейност от финансовия сектор като Закона за кредитните институции, Кодекса за

²⁶ Относно специфичните изисквания към институционалните инвеститори като акционери в АДСИЦ вж. по-долу 3.1.

²⁷ Относно изискването за използване на обслужващи дружества вж. по-долу 3.3.

²⁸ Не може да се сподели разбирането, изразено от **Жишев, Е.**, цит. съч, с. 6-7, че АДСИЦ за вземания съответстват приблизително на Mortgage REITs, тъй като в нашето право не съществуват никакви нормативни изисквания спрямо произхода на вземанията, които секюритизират тези дружества. Нещо повече, възможността, която чл. 22, ал. 2 от ЗДСИЦ дава на дружествата, инвестиращи в недвижими имоти, да инвестират до 10% от активите си в ипотечни облигации, не може да се приеме за възможност за инвестиране във вземания, а само и единствено в ценни книжа, които са свързани с недвижими имоти, което е типично за Equity REITs.

застраховането или Закона за публично предлагане на ценни книжа и др., той е специален закон, който основно дава уредба на специфични отношения и се подчинява на общи правила за неуредените въпроси. В този си вид неговите норми могат да се разграничат на две групи – такива, които създават първична правна уредба на несъществуващи до този момент в нашето право фигури или явления, и такива, които създават специфична надстройка на вече съществуващи правни норми. Това означава, че АДСИЦ се регулират не само от норми на ЗДСИЦ, но и на други закони, които са не по-малко важни за изясняване на същността и основните характеристики на тези дружества. В тази връзка като основен се очертава въпросът спрямо кои норми точно създава надстройка ЗДСИЦ или иначе казано – кои са приложимите норми към дружествата със специална инвестиционна цел извън тези на ЗДСИЦ.

Отправна точка за изясняването на този въпрос дава самият ЗДСИЦ с разпоредбата на § 2 от Преходните и допълнителните разпоредби²⁹, съгласно която за неуредените в закона въпроси се прилагат съответно разпоредбите на Закона за публично предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) и на Търговския закон (ТЗ) с изключение на чл. 204, ал. 1 от ТЗ. Въпреки че текстът на тази разпоредба изглежда ясен, при прилагането му възникват повече въпроси, отколкото са дадените отговори. Безспорно е тълкуването, че надстройката, която създава ЗДСИЦ, е спрямо вече уредени в ЗППЦК и ТЗ институти. Това обаче е и поредната му особеност, тъй като вместо да препраща към един общ закон като в посочените по-горе случаи, той препраща към два закона, които се съотнасят помежду си като общ (ТЗ) към специален (ЗППЦК), но и двата се явяват общи спрямо ЗДСИЦ. Така възниква и следващият въпрос има ли йерархия при препращането към тези два закона и по какъв критерий трябва да определим към кой да се насочим първо, когато не е налице уредба на даден въпрос в самия ЗДСИЦ. Допълнително затруднение създава и обстоятелството, че извън общото съответно препращане на §2 в отделни разпоредби на закона има директни

²⁹ Оттук нататък при непосочване на наименование на нормативен акт след позоваване на член или параграф следва да се приема, че става дума за разпоредба от ЗДСИЦ.

препращания към конкретни разпоредби и на ТЗ, и на ЗППЦК, а също така, въпреки че § 2 ограничава приложението само на чл. 204, ал. 1 от ТЗ, приложението и на други текстове от ТЗ изрично е изключено от норми на закона.³⁰

При внимателния анализ на тези многобройни препращания към ТЗ и изключения на неговото приложение може да се направи извод, че пряко приложение към АДСИЦ имат само тези разпоредби от ТЗ, към които е налице директно препращане, а за останалите въпроси по-скоро следва да се приложат разпоредбите на ЗППЦК и едва ако те препращат на свой ред към ТЗ изрично или въз основа на общото препращане на чл. 121 от ЗППЦК може да се стигне до неговото прилагане. Следователно въпреки изричния текст на §2 може да се обобщи, че ЗДСИЦ се явява специален основно към ЗППЦК и така е спазено класическото разбиране за съотношение общ – специален закон. Индиция за тази поредност при препращането може да се изведе и от самото структуриране на разпоредбата на §2, както и от вече изтъкнатото съотношение между ТЗ и ЗППЦК, но тя се потвърждава единствено при съпоставянето ѝ с директните препратки в ЗДСИЦ.

В заключение на тези разсъждения следва да се отговори на още един въпрос, на който няма ясен отговор в ЗДСИЦ, а именно - кои точно разпоредби на ЗППЦК следва да намерят приложение към ДСИЦ. Въпросът е основателен, защото доколкото ТЗ дава обща уредба на акционерното дружество, то ЗППЦК урежда няколко вида специални акционерни дружества – публично дружество, управляващо дружество, инвестиционно дружество от отворен тип и инвестиционно дружество от затворен тип. За да дадем ясен отговор към кои от тези видове дружества можем да причислим АДСИЦ, трябва да изясним правната им природа, както и да ги отграничим от някои сходни правни фигури.

2. Правна характеристика на дружествата със специална инвестиционна цел.

³⁰ Примери за това са чл. 5, ал. 1, чл. 7, чл. 9, ал. 4, чл. 10, ал. 1 изр. 2, чл. 13, ал. 2 и др., а норми, изключващи приложението на ТЗ, са чл. 6, ал. 4 и 6, чл. 10, ал. 1, изр. 2, чл. 13, ал. 3.

Изясняването на правната същност на дружествата със специална инвестиционна цел се основава на легалната дефиниция за тях, дадена в чл. 3, ал. 1 от ЗДСИЦ. Според това определение дружеството със специална инвестиционна цел е акционерно дружество, което при условията и по реда на този закон инвестира паричните средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти или във вземания (секюритизация на недвижими имоти или на вземания).

2.1. АДСИЦ като акционерно дружество. От текста на цитираната разпоредба следва, че дружествата със специална инвестиционна цел преди всичко са акционерни дружества. Акционерното дружество е най-развитата форма на обединяване на стопанска дейност както в България³¹, така и в световен мащаб и е обичайният избор на законодателя, когато урежда дружества, предоставящи финансови или инвестиционни услуги³². Като акционерни дружества, дружествата със специална инвестиционна цел имат всички родови особености³³ – капиталът им в размер на 500 000 лева (чл. 6, ал. 1) е разделен на акции, които могат да бъдат само безналични³⁴ (чл. 6, ал. 4) и материализират членствените права на акционерите. От акционерите не се изисква лично участие в дейността на дружеството и те отговарят за задълженията на дружеството само до номиналния размер на притежаваните акции. *Differentia specifica* на АДСИЦ, която ги отграничава от останалите акционерни дружества, е техният предмет на дейност, а именно „инвестиране на паричните средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти или вземания (секюритизация на недвижими имоти или вземания)”. При

³¹ Относно акционерното дружество вж. **Герджиков, О.**, Коментар на Търговския закон, Книга трета, Том I, С. 1998 г., с. 681-689,

³² От всички дружества, които предоставят финансови услуги – банки и дружества за електронни пари по Закона за кредитните институции, застрахователни дружества по Кодекса за застраховането, публични дружества, управляващи дружества, инвестиционни дружества от отворен и от затворен тип по ЗППЦК единствено за инвестиционните посредници, уредени в Закона за пазарите на финансови инструменти, е предвидена възможност да са дружества с ограничена отговорност.

³³ Вж. **Таджер, В.**, Капиталови търговски дружества, Второ допълнено издание, С. 1997 г., с. 122-124.

³⁴ Относно правната характеристика на безналичните ценни книжа вж. **Коментар на Закона за публично предлагане на ценни книжа**, Авторски колектив под общата редакция на Ангел Калайджиев, С, 2005 г., с. 47-54, а също и **Таков, Кр.**, Необходими белези на ценните книги за участието им в капиталовия пазар. Налични и безналични акции, Бюлетин на Държавната комисия по ценни книжа, кн. 3-4/2001 г.

систематичното тълкуване на разпоредбата на чл. 3, даваща легалната дефиниция за АДСИЦ, във връзка с ал. 1 и 2 на чл. 4, който макар и да е наречен „предмет на дейност“ всъщност определя сделките, които могат или не могат да извършват АДСИЦ, следва да се направи изводът, че те са дружества с изключителна и ограничена правосубектност³⁵, доколкото имат право да извършват само сделките, свързани със секюритизацията на недвижими имоти и вземания (посочени в чл. 4, ал. 1) и пряко свързаните с тяхното осъществяване (чл. 4, ал. 2).

2.1.1. Особености с оглед предмета на дейност. Изясняването на понятието за секюритизация е ключово за разбирането на концепцията за АДСИЦ. Законът не само определя секюритизацията като предмет на дейност на тези дружества, но и я дефинира в §1, т. 1 от Допълнителните разпоредби³⁶. Съгласно легалното определение секюритизацията е дейност, при която вещни права (право на собственост и право на строеж) върху недвижими имоти и права върху вземания, включително бъдещи вземания се материализират в ценни книжа, търгувани публично. Тази дефиниция не се различава съществено от утвърденото в световната практика понятие за секюритизация³⁷. Това, което трябва се изясни от нейното съдържание, е какво по-конкретно представлява процесът на „материализиране“ на вещни права или вземания в ценни книги, търгувани публично. Същността на секюритизацията е в трансформирането на

³⁵ Не би било правилно да се каже, че АДСИЦ са дружества със специална правосубектност (така както това понятие е изяснено от **Герджиков, О.**, цит. съч., с. 685,) тъй като и други АД могат да извършват сделките, описани в чл. 4, ал. 1, т.е. да осъществяват секюритизация. Единствено АДСИЦ обаче, регистрирани въз основа на този закон и спазващи неговите особени изисквания към дейността, могат да ползват предвидения в него данъчен режим.

³⁶ Дефиниция на понятието „секюритизация“ се дава и в т. 13, от § 3 на Допълнителните разпоредби на Наредба № 8 на БНБ от 14 декември 2008 г. за капиталовата адекватност на кредитните институции (обн. ДВ бр. 106/27 декември 2006, последно изменение ДВ бр.21/2009 г.), която се различава от дадената в ЗДСИЦ и не е предмет на изследване в настоящата разработка.

³⁷ Секюритизацията е процес на превръщане на активи в ценни книги, които се търгуват на финансови пазари, който позволява на финансовата институция да отпише активи от своето счетоводство, да подобри капиталовата си адекватност и ликвидност, като може да привлече свежи средства при предлагането на ценните книжа, съгласно определението в **Black's Law Dictionary**, 7th Edition, Under the edition of Bryan A. Garner, West Group, St. Paul, Minn., 1999, p. 1358.

права върху трудно продаваем или дори трудно оценен актив³⁸ в инвестиционни ценни книжа, които от своя страна се търгуват свободно на фондовите борси³⁹.

Процесът на секюритизация, така както тя е уредена в ЗДСИЦ, се извършва на няколко етапа. Най-напред се създава структурата (Special Purpose Vehicle - SPV, Special Purpose Company – SPC или Special Purpose Entity - SPE)⁴⁰, чрез която ще бъде извършена трансформацията, в българския случай дружество със специална инвестиционна цел. След това дружеството набира средства чрез издаване на емисии ценни книжа с една единствена цел – да придобие активи за секюритизиране (това е и неговата специална инвестиционна цел, която подлежи на детайлно описание в проспекта за публично предлагане на ценни книжа)⁴¹. Накрая⁴² с набраните средства се придобива активът, който ще генерира доходи, а посредством тях притежателите на книжата ще реализират печалба⁴³. Де факто АДСИЦ играе ролята на посредник между инвеститорите и активите, в които те инвестират, чрез издадените от дружеството ценни книжа. Така за инвеститорите се създава огромно предимство, тъй като вместо да придобиват трудно прехвърлими активи като недвижими имоти или вземания, или активи, които иначе не биха могли да бъдат достъпни за тях (напр. търговски център или ваканционен комплекс), те придобиват ценни книжа, които са бързо ликвидни и се прехвърлят на фондовата борса. Затова и процесът на трансформиране се

³⁸ Така **Левинсън, М.**, Финансови пазари. Пътеводител., Трето издание, Класика и стил, С., 2004, с. 135. Секюритизацията обаче не решава само проблема с ликвидността, а в много случаи дава достъп на инвеститорите и върху активи, чието генериране е свързано с притежаването на определен лиценз, например вземания по ипотечни кредити от банки или вземания по кредитни карти.

³⁹ Относно развитието на концепцията за секюритизация вж. **Fuller, G.**, Corporate Borrowing: Law And Practice, Third Edition, Jordan Publishing Limited, Bristol, 2006, pp. 109-111.

⁴⁰ Вж. **Fuller, G.** Op. Cit., p. 107. Терминът, който се е наложил в световната практика и теория е SPV – Special Purpose Vehicle.

⁴¹ Вторият етап от процеса на секюритизация съответства на сделките, разрешени за АДСИЦ в чл. 4, ал. 1, т. 1 от ЗДСИЦ.

⁴² Третият етап от процеса на секюритизация съответства на сделките, допустими по чл. 4, ал. 1, т. 2 от ЗДСИЦ.

⁴³ Разбира се това е най-опростената възможна схема за секюритизация. Няма пречка и за развитите пазари е обичайно активът или част от него да бъде придобит от SPV още преди емитирането на ценните книжа, но практиката в България е друга. Не може да се сподели разбирането, че секюритизацията е четвърти етап от схемата, а именно трансформиране на вече придобитите недвижими имоти или вземания в нови ценни книжа – така **Георгиев, В.**, Секюритизацията на недвижими имоти и вземания по закона за дружествата със специална инвестиционна цел, сп. Пазар и право, кн. 7/2003 г., стр. 56.

нарича секюритизация, от английския термин „securities” – свободно търгуеми ценни книжа.

В глобален план са познати три основни варианта на секюритизация – конвенционална (традиционна), синтетична и секюритизация на целия бизнес („whole bussiness”)⁴⁴. При конвенционалната, секюритизираният актив се прехвърля реално на дружеството, осъществяващо секюритизацията, срещу заплащане (т.нар. true sale). При синтетичната секюритизация се прехвърля не самият актив (най-често вземания), а кредитният риск по тези вземания, обединени в т.нар. „референтен портфейл”, като дружеството, осъществяващо секюритизацията, влиза в суапова сделка⁴⁵ с дружеството, което е формирало вземанията. Чрез тази сделка дружеството, осъществяващо секюритизацията, се съгласява да покрие загубите на насрещната страната от неплащане по референтния портфейл, срещу което получава периодични плащания или суми, базирани на плащанията по вземанията в референтния портфейл.⁴⁶ Характерно за синтетичната секюритизация е, че тя е свързана с участието на рейтингови агенции, които трябва да дадат оценка на издадените при нея ценни книжа – CDOs (Collateralized Debt Obligations) и да ги разпределят в различни рискови класове или „траншове”. Именно невъзможността на рейтинговите агенции да оценят адекватно рисковете на тези ценни книжа се сочи за една от основните причини за световната финансова криза от 2007-2008 г. Третият вид е секюритизацията на „целия бизнес”, която е създадена и основно практикувана във Великобритания. Тя представлява по своята същност заем, който се предоставя от дружеството, осъществяващо секюритизацията на производствена компания. Средствата за заема се генерират от облигации, предложени публично от секюритизиращото дружество и обезпечени с цялото търговско предприятие на дружеството, което получава заема. Лихвите по облигациите се заплащат

⁴⁴ Вж. Securitization: Key Legal and Regulatory Issues, by International Financial Corporation, Global Financial Markets Department, 2004, [http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/AttachmentsByTitle/Securitization1A%2B9-04/\\$FILE/Securitization1A%2B9-04.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/AttachmentsByTitle/Securitization1A%2B9-04/$FILE/Securitization1A%2B9-04.pdf) . Дефиниции на традиционната и синтетичната секюритизация дава Наредба № 8 на БНБ в т. 15 и т. 17 от ДР.

⁴⁵ Суаповите сделки, подобно на други деривативни инструменти, свързани с прехвърляне на кредитния риск нямат легална дефиниция по българското право вж. **Касабова, К.**, цит. съч., с. 407.

⁴⁶ Вж. **Fuller, G.** Op. Cit., pp. 119-120, както и **Агайн., Р.**, цит. съч., с. 105.

съответно от приходите от дейността на дружеството получило заема.⁴⁷ Българският закон предвижда АДСИЦ да извършават само конвенционална секюритизация, като изясняването на възприетия модел предполага анализиране на активите, които могат да се секюритизират, и видовете ценните книги, издавани в процеса на секюритизация.

Класическото разбиране за активи, които могат да бъдат секюритизирани, е, че това могат да бъдат всякакви активи, стига те да носят постоянен и предсказуем паричен поток. Практиката показва, че това най-често са вземания по ипотечни кредити, по кредитни карти, по договори за лизинг, по потребителски кредити и др., които се обединяват в съвкупност с голям обем и сходни характеристики, т.нар. пул (pool) от активи. Особеност на нашето законодателство, е че според разгледаната по-горе дефиниция могат да се секюритизират не само вземания, но и вещни права. Идеята на закона се състои в това, че с оглед развитието на пазара на недвижими имоти в България повишаването на цените на имотите може да даде сходна сигурност в получаването на доходи от актива, каквато дават и периодичните плащания по вземанията. Тази особеност на закона е свързана и с вече разгледаната специфика на българските АДСИЦ, че те могат да продават притежаваните имоти (вж. т. 1.3.). Така или иначе, когато се говори за актив за секюритизация, винаги се има предвид актив, който генерира парични потоци независимо дали от неговото управление или при неговата продажба. Това означава, че когато законът дава възможност за секюритизация на вещни права, всъщност се създава възможност за секюритизация на доходите от притежаването/прехвърлянето на тези вещни права.

Внимание заслужава още един въпрос – дали когато законът предвижда, че могат да се секюритизират право на собственост и право на строеж, той ограничава секюритизацията единствено спрямо тези два вида вещни права. По наше виждане трябва да се предпочете по-широкото тълкуване на този текст и разпоредбата да се разбира като възможност за секюритизиране на право на

⁴⁷ Вж. Securitization: Key Legal and Regulatory Issues, p. 9.

собственост и на ограничени вещни права (като е посочено може би най-значимо за АДСИЦ ограничено вещно право – правото на строеж). Няма никаква пречка обаче да се секюритизира право на пристрояване и надстройкаване като модификация на правото на строеж, а дори и право на ползване, което въпреки че е непрехвърляемо, може да гарантира получаване на доходи, т.е. да генерира паричен поток. Разбира се при набирането на средства за секюритизиране на право на ползване, трябва да бъде разкрита информация за срока, за който е учредено правото, респективно очакваните приходи да бъдат обвързани с този срок.

Относно активите за секюритизация ЗДСИЦ съдържа едно съществено ограничение – не е възможно едно дружество да секюритизира и недвижими имоти, и вземания (чл. 4, ал. 6). Решението за вида на активи, които ще секюритизира дружеството, трябва до се вземе при неговото учредяване и следва да бъде отразено в устава му (чл. 7, т. 2). Този подход на законодателя трябва да бъде подкрепен, тъй като различните типове активи имат различни специфики и няма логика секюритизирането им да бъде извършвано от едно дружество. Подобна е и световната практика, която не познава смесване между двата типа дейност.

Съществен проблем и е какъв вид ценни книжи може да издава АДСИЦ в процеса на секюритизация. Тук отново българските дружества се различават от класическата постановка, която е възприета на развитите финансови пазари и според която дружествата, извършващи секюритизация, издават дългови ценни книжа, най-често определяни като облигации. Дълговите ценни книжа са предпочитани, защото при тях има предварително определени или поне определяеми периодични плащания, които водят до прогнозируем приход за инвеститорите, съответно – разход за дружеството, който може да се съпостави с приходите, генерирани от секюритизирания актив. Два са основните типове ценни книжи, издавани при секюритизацията – ценни книжа, гарантирани с ипотека (Mortgage Backed Securities - MBS), и ценни книжа, гарантирани с други

активи (Aset Backed Securities – ABS)⁴⁸. В случая под гарантирани следва да се разбира не това, че ценните книжа са обезпечени, а това, че плащанията по тях са свързани с плащания било по ипотечни кредити, било по други видове вземания, необезпечени с ипотека. Доколкото в България ипотечни облигации⁴⁹ могат да се издават само от банки (съгласно чл. 2, ал. 1 от Закона за ипотечните облигации), то АДСИЦ могат да издават ценни книжа само от втория тип⁵⁰. Българските АДСИЦ обаче, доколкото секюритизират не само вземания, при които е обичайно издаването на облигации, а и вещни права, и са корпоративни образувания – акционерни дружества, могат да набират средства за секюритизация и чрез издаването на нови емисии акции⁵¹. Поради това е въпрос на бизнес решение за всяко дружество в кой момент какъв тип ценни книги ще издаде, доколкото при издаване на облигации цената на привлечения капитал е ограничена (до определения лихвен процент), а издаването на нови акции може да доведе до разводняване на капитала, респективно до загуби за първоначалните инвеститори. Разбира се възможността за издаване на нови емисии акции или облигации трябва да е залегнала както в устава на дружеството, така и в проспектите за предлагане на вече издадените ценни книжа.

2.1.2. Особености с оглед начина на възникване. АДСИЦ е от тези дружества⁵², които за да извършват дейност, трябва да получат разрешение (лиценз)⁵³. Съгласно разпоредбата на чл. 11, членовете на съвета на директорите

⁴⁸ Така **Левинсън М.**, цит. съч., с. 134.

⁴⁹ Всъщност тези ценни книги не са обезпечени с ипотека, а с вземанията по кредити, отпуснати от банка, които са обезпечени с ипотека. Ипотечните облигации са първата форма на секюритизация, уредена в Р България с приемането на Закона за ипотечните облигации (Обн. ДВ. бр.83/10 Октомври 2000 г., последно изменение ДВ. бр. 24/31 Март 2009 г.). Относно правния режим на ипотечните облигации вж. **Голева, П.**, сп. Пазар и право, кн. 11/2000 г.

⁵⁰ Обратно **Георгиев, В.**, цит. съч., с. 57, авторът явно смесва възможността за издаване на ипотечни облигации, с издаването на облигации, обезпечени с ипотека.

⁵¹ Издаването на емисии акции е задължително и за двата типа АДСИЦ, доколкото за самото придобиване на качество АДСИЦ, респективно за получаване на лиценз е необходимо да се извърши първоначално увеличение на капитала – чл. 5, ал. 3 във вр. с чл. 13, вж. по-подробно т. 2.2.

⁵² Съществуването на такива дружества е нормативно установено в чл. 64, ал. 4 от ТЗ. Относно основанията за промяната в разпоредбата на чл. 64, ал. 4 от ТЗ вж., **Коментар на промените в Търговския закон**, Авторски колектив под общата редакция на Ангел Калайджиев, С., 2003 г.

⁵³ Лицензионният режим за извършване на дейност като АДСИЦ е предвиден изрично в Закона за ограничаване на административното регулиране и административния контрол върху стопанската дейност

са длъжни не по-късно от 6 месеца от датата на вписване на дружеството в търговския регистър да подадат в КФН заявление за издаване на лиценз за извършване на дейност като АДСИЦ. Тази разпоредба ни насочва към нова група особености на АДСИЦ, а именно тези с оглед начина им на възникване.

Класическите акционерни дружества по българското право могат да възникват по три системи: нормативно-контролна, разрешителна (лицензионна) и разпоредителна⁵⁴. Характерно за лицензионната система е, че тя повтаря всички елементи на нормативно-контролната като към тях добавя издаването на разрешение за осъществяване на дейността от съответен административен орган, което е необходимо за вписването на дружеството в търговския регистър, т.е. необходимо е за неговото възникване.⁵⁵ От цитираната по-горе разпоредба на чл. 11 следва, че тези общи правила не засягат дружествата със специална инвестиционна цел, тъй като те винаги подават искане за издаване на лиценз след вписването си в търговския регистър.

За разлика от всички останали акционерни дружества, които възникват по лицензионната система, АДСИЦ започват съществуването си, без да са получили лиценз. Нещо повече, още от момента на учредяването си, респективно от момента на регистрацията си в търговския регистър тези дружества могат да използват в своята фирма обозначението „дружество със специална инвестиционна цел“ или съкращението „АДСИЦ“ (чл. 3, ал. 2) и стават носители на всички права и задължения, които законът предвижда. За да се създаде своеобразен баланс в правния статут на дружеството, законът изрично разпорежда, че в случай на неподаване на заявление за лиценз в определения срок или при отказ за издаване на лиценз, Агенцията за вписванията служебно променя фирмата на дружеството на „акционерно дружество“ (чл. 14, ал. 3). От

(ЗОАРАКСД) в Приложение към чл. 9, ал. 1, т. 2 от закона. Относно принципите на регулиране, установени със ЗОАРАКСД, вж. **Димитров, В.**, Законът за ограничаване на административното регулиране и административния контрол върху стопанската дейност – край на нормотворческия етатизъм или едно ново начало?, сп. Търговско право, кн. 5/2003 г.

⁵⁴ За различните системи на учредяване на АД вж. **Герджиков, О.**, цит.съч, с. 712-715.

⁵⁵ Изискването за представяне на разрешение или лиценз за вписването в търговския регистър на дружество, извършващо дейност, подлежаща на лицензиране, е нормативно установено в чл. 174, ал. 3 от ТЗ.

момента на служебната промяна във фирмата дружеството продължава съществуването си като обикновено акционерно дружество, регулирано единствено от разпоредбите на ТЗ.

Основателно възниква въпросът, защо е предвиден този шестмесечен срок преди получаване на лиценз, като по този начин е създаден своеобразен прецедент относно системите за възникване на акционерни дружества. Основният аргумент в тази насока може да бъде извлечен от самите разпоредби на ЗДСИЦ, доколкото процедурата по получаване на лиценз е неделимо свързана с процедурата по т.нар „първоначално увеличение на капитала“ (то ще бъде разгледано по-подробно в т. 2.2. по-долу), тъй като е обосновано да се предвиди срок след учредяването на дружеството, в който това увеличение да бъде подготвено. Също така трябва да се отчете, че доколкото предметът на дейност на АДСИЦ е придобиване на актив за секюритизация след набиране на средства от дружеството, е обосновано да се предвиди срок за подбор и идентификация на подходящ актив. Освен това не трябва да се забравя и общият дух на закона – той създава нов и непознат субект за българската правна действителност с цел развитие на икономиката и именно като част от идеята за стимулиране на стопанските субекти следва да се разглежда и отлагането на процедурата по лицензиране. В подкрепа на това разбиране може да се посочи и вече цитираното правило на чл. 14, че при неподаване на документи за лиценз в предвидения срок или при отказ от лиценз не се стига до крайната мярка – ликвидация на дружеството, а до далеч по-леката – промяна на правноорганизационната форма в АД.

Допълнителният въпрос, който заслужава внимание, е какво може да прави АДСИЦ в периода преди подаване на заявлението за издаване на лиценз. Ограничителният отговор би бил, че дружеството може единствено да се подготвя за процедурата по издаване на лиценз, респективно за първоначалното увеличение на капитала, както беше споменато по-горе. Такъв отговор няма основание да се подкрепи, защото той няма никаква опора в разпоредбите на закона. Доколкото липсва изрична забрана, няма пречка дружеството да започне

дейността по секюритизация още с първоначално набрания капитал и преди получаване на лиценз от КФН, дори да придобие актив за секюритизация през този период (без значение дали става дума за недвижими имоти, или за вземания). Особено в последния случай, е че придобиването на активи следва да бъде извършено при спазване на специалните изисквания на ЗДСИЦ – чл. 4 и чл. 19, в противен случай дружеството би било застрашено от възможността да не получи лиценз, тъй като дейността му няма да отговаря на изискванията на закона (основание за отказ по чл. 11, ал. 3, т. 5). Аргумент за възможност актив за секюритизиране да бъде придобит и преди лицензирането дава систематичното тълкуване на чл. 4 и чл. 11, от което може да се направи извод, че предмет на издавания лиценз е възможността за инвестиране на публично набраните средства в недвижими имоти и вземания, а не на частно набраните при учредяване на дружеството. Това, което следва да се приеме, че дружеството не може да прави в периода до издаване на лиценз, е увеличение на капитала, доколкото то би нарушило изискванията на чл. 13 от закона, който урежда т.нар. „първоначално увеличение на капитала“⁵⁶. В този смисъл е и негласно утвърдената практика от страна на КФН, доколкото никое от съществуващите 71 дружества не си е позволило да направи частно увеличение на капитала преди „първоначалното“.

⁵⁶ Доколкото няма изрична уредба на въпроса, разбира се може да се защити и другата позиция, поне с аргумента, че едно частно увеличение на капитала не би увредило ничии интереси, тъй като то по принцип би следвало да бъде записано пропорционално от учредителите на дружеството – чл. 194, ал. 1 от ТЗ, а ЗДСИЦ не съдържа ограничения за размера на капитала на тези дружества преди лицензирането им, стига той да надвишава 500 000 лева. В този смисъл не би имало пречка и за намаляване на капитала преди лицензирането, ако той не спада под определения минимум. И в двата случая обаче следва да може да се изпълни взетото при учредяването на дружеството решение за увеличаване на капитала съгласно чл. 5, ал. 3. Формалната пречка за частно увеличение на капитала е, че тогава изрично предвиденото „първоначално“ увеличение няма да е първо. Нещо повече, ако бъде допуснато първоначално увеличение на капитала, ще се negliжира изискването за публично увеличаване на капитала с 30% спрямо учредителния, а частни увеличения на капитала при определени условия могат и частично да „затворят“ дружеството или сериозно да намалят участието на външни инвеститори в него. В този смисъл, дори да се допусне частно увеличаване на капитала, то следва да бъде със същия клас акции при пропорционално участие на учредителите или съответно при запазване на минималното участие на институционални инвеститори предвид изискването за записване на не по-малко от 30 на сто от капитала от институционални инвеститори.

2.2. АДСИЦ като публично дружество⁵⁷. Ако до издаването на лиценз за извършване на дейност АДСИЦ се учредява⁵⁸ и съществува като обикновено АД, което следва да съобразява дейността си със специалния ЗДСИЦ, то това положение съществено се променя от момента на получаване на лиценз. Причината за това е изискването към заявлението за издаването на лиценз да бъде приложен проспект за първоначално увеличаване на капитала чрез публично предлагане на акции (чл. 11, ал. 1, т. 2), като издаването на лиценз е свързано и с потвърждаването на този проспект (чл. 11, ал. 2). Извършването на първоначалното увеличение на капитала чрез публично предлагане на акции превръща АДСИЦ в публично дружество.

Публичното дружество е дефинирано в чл. 110, ал. 1 от ЗППЦК. Съществуват три хипотези, при които дружеството придобива публичен статут: дружеството да е издало акции при условията на първично публично предлагане; дружеството да има вписана в регистъра по чл. 30, ал. 1, т. 3 от Закона за Комисията за финансов надзор емисия от акции с цел търговия на регулиран пазар (това е т.нар. допускане до търговия); и дружеството да има повече от 10 000 акционери в последния ден на две последователни календарни години. От друга страна хипотезите на първично публично предлагане са детайлно уредени в разпоредбата на чл. 5 от ЗППЦК, от която може да се направи обобщаващият извод, че първично публично предлагане е налице, когато ценните книжа се предлагат за първи път на инвеститори (като това може да се извърши както при учредяване на дружеството, така и при увеличаване на капитала)⁵⁹. Доколкото при първоначалното увеличение на капитала на АДСИЦ неговите акции за първи път се предлагат публично на инвеститорите, то може да се приеме, че АДСИЦ

⁵⁷ Относно изясняване на понятието за публично дружество вж. **Калайджиев, А.**, Публичното дружество, С. 2002, с. 7-13 и **Недев, В.**, Основи на правото на публичните дружества, С., 2003, с. 9-12.

⁵⁸ Разпоредбата на чл. 5, ал. 1 изрично препраща към чл. 163 от ТЗ, съгласно който АД се учредява на учредително събрание, на което присъстват всички лица, които записват акции. Второто изречение на разпоредбата изрично забранява учредители на АДСИЦ да са повече от 50 лица, като по този начин изрично се избягва учредяването на дружеството при условия на публично предлагане, доколкото съгласно действащата към 2003 г. редакция на чл. 5, ал. 2 от ЗППЦК: първично публично предлагане е и предлагането за записване на акции на учредителното събрание на дружество в процес на учредяване, когато на събранията присъстват повече от 50 лица.

⁵⁹ Така Коментар на Закона за публично предлагане на ценни книжа, с. 103.

попадат в хипотезата на чл. 110, ал. 1, т. 1 от ЗППЦК, поради което придобиват качеството публично дружество. Нещо повече, АДСИЦ са единствените дружества в българската правна действителност, за които придобиването на публично качество не е възможност, а задължение. Съгласно чл. 5, ал. 3 на учредителното събрание на АДСИЦ, учредителите „задължително“ приемат решение за първоначално увеличение на капитала. Липсата на решение за първоначално увеличение на капитала от учредителното събрание е липса на един от задължителните елементи от фактическия състав на учредяването на АДСИЦ и има характера на неотстранимо нарушение, доколкото дружеството вече е вписано в търговския регистър⁶⁰.

Генезисът на концепцията за задължително първоначално увеличаване на капитала на АДСИЦ се корени в разбирането на законодателя, че тези дружества трябва да бъдат достъпни за дребния инвеститор, като му дадат възможност чрез придобиване на акции в тях да участва в мащабни инвестиционни проекти, до които в противен случай не би имал достъп. За да се развие в пълен мащаб тази идея, първоначалното увеличаване на капитала, освен че е задължително, има още три особености. Първата и най-съществена особеност е, че съгласно правилото на чл. 13, ал. 3, изр. 3 при първоначалното увеличение на капитала се изключва приложението на разпоредбите на чл. 112, ал. 1 от ЗППЦК и чл. 194 от ТЗ. По този начин се изключва предимственото право на акционерите да запишат част от увеличението на капитала, която съответства на досегашното им участие в дружеството, което представлява и най-значимата гаранция за отварянето на АДСИЦ към външни инвеститори при публичното предлагане на акции от увеличението. Второ, първоначалното увеличение на капитала трябва да бъде в размер не по-малък от 30% от учредителния капитал на дружеството (като в общия случай това означава увеличение със 150 000 лева

⁶⁰ Така в Решение № 800 – ДСИЦ от 28 декември 2005 г. на КФН, с което на основание липсата на решение за първоначално увеличение на капитала от учредителното събрание се постановя отказ за издаване на лиценз. Всички цитирани решения на КФН са публични и са достъпни чрез интернет страницата на Комисията (www.fsc.bg).

при минимален капитал от 500 000)⁶¹, като тук смисълът на този процент е не само да се даде възможност за достъп на дребните инвеститори до дружеството, но и да се гарантира участието им с реален, а не символичен дял. Третата особеност на първоначалното увеличение на капитала е, че то трябва да стане със същия клас акции като записаните на учредителното събрание. Използването на понятието „клас“⁶² дава гаранцията, че акциите, издадени при увеличението на капитала, материализират идентични права с тези, които са емитирани при учредяването на дружеството, като по този начин те ще дадат на инвеститорите, записали акции от увеличението, същия статут като на учредителите на дружеството. Самото първоначално увеличение на капитала се извършва на базата на проспект⁶³ със специфично съдържание, уредено в чл. 12 от ЗДСИЦ, чието одобрение, както вече беше споменато и по-горе, е част от лицензионното производство.

При първоначалното увеличение на капитала, се издават права по смисъла на §1, т. 3 от Допълнителните разпоредби на ЗППЦК - процедура, която е типична за публичното дружество, въпреки че към този момент АДСИЦ още не е придобило качеството „публично“. С оглед на това възниква въпросът, кой е моментът на придобиване на публично качество от АДСИЦ. Съгласно разпоредбата на чл. 110, ал. 3 от ЗППЦК, която трябва да се приложи в тази хипотеза, това е моментът на вписването на увеличението на капитал на АДСИЦ в търговския регистър. Следва да се има предвид, че с оглед спазването на процедурата по чл. 13 между момента на издаването на лиценз и респективно на одобрението на проспекта за първоначалното увеличение на капитала до вписването на самото увеличение в търговския регистър може да измине значителен период от време.

⁶¹ Това разбира се е стандартния подход на компании, които при учредяването си нямат ясни инвестиционни намерения или атрактивен проект. Практиката обаче познава и други подходи – при идентифициран проект първоначалното увеличение може да надхвърли многократно законовия минимум от 30% от учредителния капитал, с оглед набирането на всички или повечето средства за реализиране на инвестиционния проект.

⁶² Използването на това понятие носи в себе си и имплицитната забрана за ограничаване на правата на отделни акционери от едни клас – съгласно правилото на чл. 181, ал. 3 изречение второ.

⁶³ Одобряването на проспект е иманентна част от публичното предлагане на ценни книжа – чл. 78, ал. 1 от ЗППЦК.

2.3. АДСИЦ и колективното инвестиране. Много често АДСИЦ се определят като схема или инструмент за колективно инвестиране⁶⁴, което предполага да се изясни и тази гледна точка към същността им с оглед цялостната им правна характеристика.

2.3.1. Съпоставка между АДСИЦ и колективните инвестиционни схеми. Към момента на приемане на ЗДСИЦ в българското право няма дефиниция за „колективна инвестиционна схема“. С промените в ЗППЦК от 2005 и 2007⁶⁵ г. се въвеждат две понятия, които са близки по съдържание. Съгласно разпоредбата на § 1, т. 26 от ДР на ЗППЦК "колективна инвестиционна схема" е предприятие, организирано като инвестиционно дружество, фонд от договорен тип или дялов тръст, което инвестира в ценни книжа и инструменти на паричния пазар по смисъла на чл. 164б от ЗППЦК, както и в други ликвидни финансови активи по чл. 195 от ЗППЦК парични средства, набрани чрез предлагане на дялове, и което действа на принципа на разпределение на риска и по искане на акционерите, съответно на притежателите на дялове, изкупува обратно своите акции или дялове по цена, основаваща се на нетната стойност на активите му. От друга страна чл. 77ш, т. 8 от ЗППЦК дефинира „предприятието за колективно инвестиране, което не е от затворен тип“ като инвестиционно дружество или дялов тръст, чиято цел е колективно инвестиране на средства, набрани чрез публично предлагане на дялове, което действа на принципа на разпределение на риска и по искане на притежателите на такива дялове пряко или непряко изкупува обратно своите дялове по цена, основаваща се на нетната стойност на активите му.

От сравнителния анализ на двете разпоредби могат да се направят няколко заключения. Преди всичко, двете понятия показват значително сходство в съдържанието си, като основната разлика между тях е, че договорните фондове

⁶⁴ Така определят вносителите на законопроекта предлаганите от тях нови дружества в мотивите към него, така са характеризирани тези дружества и в теорията вж. **Жишев, Е.**, цит. съч., с. 3 и **Агайн, Р.**, цит. съч., с. 93.

⁶⁵ Става дума за измененията в ЗППЦК, обнародвани съответно в ДВ, бр. 39 от 2005 г. и ДВ, бр. 86 от 2006 г., като последните са в сила от 1 януари 2007 г.

не могат да бъдат определени като предприятия за колективно инвестиране⁶⁶, но пък следва да се отбележи, че и двете споменават за дялови тръстове, които нямат уредба по българското право. Второ, използването на термина „предприятие“ в тези две разпоредби не цели препращане към легалното понятие за „търговско предприятие“ по чл. 15 и сл. от ТЗ, а по-скоро се използва, за да се обобщят в една дефиниция персонифицираните (инвестиционните дружества) и неперсонифицираните (договорните фондове и може би дялови тръстове) образувания. По този начин се създава и регулаторна аналогия с възприетото в европейската регламентация понятие „предприятие за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа“ (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - UCITS)⁶⁷. Трето и най-съществено, и двете понятия са насочени към образувания, които изкупуват обратно дяловете, респективно акциите си (т.е. са от „отворен тип“) и функционират на принципа на разпределение на риска. От така направената съпоставка следва изводът, че АДСИЦ не са обхванати и не могат да бъдат обхванати от което и да е от двете понятия, свързани с колективно инвестиране в българското право, защото те не могат да изкупуват обратно акциите си, т.е. не са от отворен тип⁶⁸. Този извод пък от своя страна ни насочва към сравнение между АДСИЦ и инвестиционните дружества от затворен тип.

2.3.2. Съпоставка между АДСИЦ и инвестиционните дружества от затворен тип. Съгласно определението, дадено в чл. 164 от ЗППЦК, и при систематичното му тълкуване с разпоредбата на чл. 199 от ЗППЦК може да се приеме, че инвестиционното дружество от затворен тип е акционерно

⁶⁶ Така **Касабова, К.**, цит. съч, с. 251-253.

⁶⁷ Въвеждането на тези понятия е свързано с хармонизирането на българското право с Директива на Съвета 85/611/ЕИО от 20 декември 1985 г. за съгласуване на законите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (Директива 85/611/ЕЕС), изменена и допълнена с Директива 88/220 ЕЕС, Директива 95/26/ЕС, Директива 2000/64/ЕС, Директива 2001/107/ЕС, Директива 2001/108/ЕС, Директива 2004/39/ЕС и Директива 2005/1/ЕС). Директивата цели уреждането само на предприятия, които инвестират в ценни книжа и дават възможност за обратно изкупуване (чл. 1, ал. 2 във връзка с чл. 2 от Директивата). Правото на ЕС познава обаче и други предприятия за колективно инвестиране, напр. дефинираните предприятия за колективно инвестиране в недвижимо имущество в чл. 2, ал. 7 от Регламент ЕО 809/2004, който е приложимо право в Р България.

⁶⁸ Така **Моравенов, М.**, Финансови пазари - речник на основните понятия (01.2006 г.) Участници на финансовите пазари. Колективни инвестиционни схеми, сп. Пазар и право, кн. 1/2006 г., с. 79.

дружество, което инвестира парични средства, набрани чрез публично предлагане на ценни книжа, в ценни книжа и други ликвидни финансови активи, което действа на принципа на разпределение на риска и няма задължение за обратно изкупуване на акциите си по искане на акционерите. От така изведеното понятие се налага изводът, че то е служило като модел при изработването на дефиницията за АДСИЦ⁶⁹ по чл. 3, ал. 1. При съпоставката между двата типа дружества с оглед на актива, в който се инвестират набраните средства, АДСИЦ могат да бъдат определени като инвестиционни дружества от затворен тип, които инвестират в недвижими имоти и вземания. Това твърдение обаче не би било съвсем точно, защото между АДСИЦ и инвестиционните дружества от затворен тип освен прилики⁷⁰ има и разлики. АДСИЦ не действат на принципа на разпределение на риска⁷¹ и няма пречка да инвестират целия обем набрани от тях средства в един актив или в съвкупност от недвижими имоти или вземания със сходни характеристики⁷². Причина за това е, че ако концепцията за колективно инвестиране в акции се основава на възможността на индивидуалния инвеститор, който купува акции или дялове от инвестиционно дружество, да придобие дял от един диверсифициран портфейл ценни книжа с различни характеристики, издадени от различни компании, то при колективното инвестиране най-вече в недвижими имоти, както няколко пъти беше посочено, идеята е чрез придобиването на ценните книжа, издадени от АДСИЦ, дребният инвеститор да придобие дял от голям инвестиционен проект⁷³. Другата разлика

⁶⁹ Така **Агайн, Р.**, цит. съч., с. 93.

⁷⁰ В тази насока следва да се отчете и разпоредбата на чл. 179, съгласно която за неуредените случаи при инвестиционните дружества се прилагат съответно правилата за публично дружество.

⁷¹ Принципът за разпределение на риска се определя като задължение за диверсификация на портфейла от ценни книжа вж. **Станчева-Минчева, В.**, Правното положение на инвестиционното дружество от отворен тип според ЗППЦК, сп. Търговско право, кн. 4/2000 г., с. 68-69. Според **Димитров, В.**, Основи на правния режим на инвестиционните ценни книжа, С., 2001, с. 237 принципът за разпределение на риска намира израз в законоустановеното съдържание и структура на активите и в предметното (по видове инвестиции) и субектното (по емитенти) разпределяне на инвестиционния портфейл на дружеството.

⁷² Положението е било различно в проектозакона, където принципът на разпределение на риска е бил посочен като характеристика в определението за АДСИЦ.

⁷³ Съществуват АДСИЦ, които предлагат на инвеститорите в тях диверсифицирани портфейли от недвижими имоти, било в един сектор, напр. ваканционни имоти на море и на планина, било в различни сектори - търговски или офис имоти и ваканционни имоти, било на базата на географски принцип – земеделска земя в северна и южна България, но диверсификацията не е същностна особеност, още по-малко задължение за АДСИЦ.

между инвестиционните фондове от затворен тип и АДСИЦ, която според някои автори е и най-съществената⁷⁴, е с оглед способите за финансиране на двата типа структури. За АДСИЦ е възможно да привлича средства не само чрез публично предлагане на дялови ценни книжа, но и чрез издаване на облигации и използване на кредити (чл. 21, ал. 2, т. 1 и 2), т.е. за тях е допустимо използването на финансов ливъридж (leverage) без ограничение на съотношението дълг към собствен капитал (debt to equity)⁷⁵, доколкото за инвестиционните дружества привличането на заемни средства е принципно забранено, с изключение на заеми със срок не по-дълг от шест месеца за придобиване на нови активи – чл. 201, ал. 5 ЗППК. Възможността за получаване на кредити при АДСИЦ неминуемо води и до обособяването на ред кредитори, които са привилегирани пред акционерите в дружеството, което отдалечава АДСИЦ от класическата представа за инвестиционни фондове като пул от активи, формиран от вноските на равнопоставени инвеститори.⁷⁶

2.3.3. АДСИЦ като предприятие за колективно инвестиране от затворен тип. Въпреки че, както беше изяснено по-горе, АДСИЦ нито се обхващат от дефиницията на колективни инвестиционни схеми, нито могат да се определят еднозначно като инвестиционни дружества от затворен тип, някои специфики в тяхното функциониране дават основание те да бъдат определени като вид предприятия за колективно инвестиране от затворен тип.

С оглед на изяснения вече предмет на дейност на АДСИЦ по секюритизация на недвижими имоти или вземания (вж. по-горе 2.1.1.) може да се каже, че те не функционират като производствени дружества (строители, агенти по недвижими имоти или събирачи на вземания), а като инвестиционни фондове/дружества, които набират средства на борсата, и единственото, което могат да правят с тях, е да ги инвестират в конкретно определени активи за постигането на своята цел. Всичко извън инвестирането не се извършва пряко от

⁷⁴ Така **Жишев, Е.**, цит.съч, с. 7.

⁷⁵ Съгласно разпоредбата на чл. 12, ал. 1, т. 4 това съотношение трябва да бъде разкрито в проспекта на АДСИЦ, но определянето му се извършва единствено по преценка на самото дружество.

⁷⁶ Така **Жишев, Е.**, цит.съч, с. 7.

АДСИЦ, а от т.нар. обслужващи дружества, които следва да поемат дори воденето на кореспонденцията на им (чл. 18, ал. 2, in fine). В този смисъл АДСИЦ не би следвало да имат собствен персонал и единствените лица, които управляват набраните средства, са мениджърите на дружеството⁷⁷. Тази структура много наподобява на договорен фонд, който се управлява от управляващо дружество, но е реализиран в рамките на едно персонифицирано АД.

Втората и най-съществена особеност на АДСИЦ, която дава основание те да бъдат определени като вид предприятия за колективно инвестиране е предвидения ред за разпределяне на дивидентите и облагането им с данъци. Съгласно разпоредбата на чл. 10, ал. 1 АДСИЦ са задължени да разпределят 90 на сто от печалбата за финансовата година като дивидент, а съгласно чл. 175 от Закона за корпоративното подоходно облагане те не се облагат с корпоративен данък, т.е. печалбата им за разпределяне като дивидент е с 10% по-голяма, ако същата печалба би подлежала на разпределение от обикновено акционерно дружество, което извършва сходна с АДСИЦ дейност. Тези правила превръщат АДСИЦ в класическо предприятие за колективно инвестиране, доколкото инвестицията в АДСИЦ се облага само на едно ниво, при получаването на данък дивидент от страната на акционерите, а не и като печалба на дружеството. Така от гледна точка на данъчното право АДСИЦ не съществува като самостоятелно образувание, а облагаеми субекти са единствено акционерите в него. Този подход при уреждане на данъчното облагане, известен като данъчна прозрачност⁷⁸ (tax transparency), има за цел избягване на двойното данъчно облагане на инвестициите и е класически в световен план при облагането на предприятията за колективно инвестиране. Данъчната прозрачност е въведена за първи път в България при регламентирането на АДСИЦ. Като основания за въвеждането ѝ могат да се посочат ограниченият предмет на дейност на

⁷⁷ За да е максимално изчистена тази концепция, чл. 8, ал. 1 изрично прогласява, че АДСИЦ, се управляват по едностепенна система – само със съвет на директорите.

⁷⁸ По подробно относно понятието данъчна прозрачност и предимствата, които то дава на инвеститорите в АДСИЦ, вж. **Агайн, Р.**, цит. съч, с. 109-111.

дружествата и най-вече задължението за разпределение на дивидент в размер на 90% от печалбата, което от една страна защитава правата на инвеститорите в дружеството, а от друга е сериозна гаранция срещу укриване на данъци. Разпоредбата на чл. 10 се определя в литературата като „модерен приложим модел за регулирането на всички лицензирани колективни инвестиционни схеми”⁷⁹, като в тази връзка е необосновано освобождаването на инвестиционните дружества от затворен тип от корпоративен данък, без да има сходна разпоредба при регулирането им⁸⁰. Единствената критика, която може да се отправи относно нормата на чл. 10 е, че при приемането на закона е отпаднала предвидената от вносителите ал. 2 на текста, според която „друго решение за разпределение на печалбата е нищожно”. Поради това, сега единствената санкция за неспазването на правилото е административната санкция по чл. 31, ал. 1, т. 3, която макар и най-голямата от предвидените в закона, не е достатъчна гаранция срещу опорочаване на данъчния режим⁸¹.

Третият аргумент за определянето на АДСИЦ като предприятие за колективно инвестиране може да бъде изведен от текста на чл. 24, съгласно който правилата на чл. 646-649 от ТЗ (регламентиращи относителна недействителност и отменителни искове относно действия и сделки, извършени след датата на откриване на производството по несъстоятелност, след началната дата на неплатежоспособността, респективно свръхзадлъжнялостта, или в определен период преди откриване на производството по несъстоятелност) няма да намерят приложение спрямо сделките по придобиване на активи, сключени от АДСИЦ, при спазване на специалните изисквания на закона. Наличието на подобна разпоредба е поредното доказателство, че за законодателя АДСИЦ не е търговско дружество, а образувание, даващо възможност за достъп до определени видове инвестиции на всички категории инвеститори, включително

⁷⁹ Вж. **Жишев, Е.**, цит. съч., с. 5

⁸⁰ Относно възможността на инвеститорите да са сигурни за получаването на своята печалба при колективно инвестиране при колективните схеми от отворен тип задължението за разпределение на дивидент е заместено от задължението за обратно изкупуване, което пак води до освобождаването им от корпоративен данък – чл. 174 ЗКПО.

⁸¹ Следва да се отбележи, че за цялата история на АДСИЦ в България такъв прецедент не е установен.

непрофесионални, поради което именно техният интерес трябва да бъде предпочетен пред интереса на кредиторите на насрещната страна по сделката⁸². Все пак защитата на имуществото на АДСИЦ не е неограничена, при конфликт между интересите на инвеститорите и интересите на други субекти, които се ползват от засилена защита, като например вложителите в банките, законът предпочита интереса на последните, с оглед на което приложението на разпоредбите на чл. 60-62 от Закона за банковата несъстоятелност (ЗБН), които почти буквално повтарят правилата на чл. 647-649 от ТЗ, не е изключено по отношение на АДСИЦ.⁸³ И докато действието на ЗБН спрямо АДСИЦ е обосновано по изложените по-горе аргументи, то остава неясно защо искът по чл. 135 от Закона за задълженията и договорите е приложим към АДСИЦ.

2.4. Понятие за АДСИЦ. На базата на всички направени в рамките на настоящата част изводи АДСИЦ могат да се определят като публични акционерни дружества, които са структурирани и функционират като предприятия за колективно инвестиране и печалбата им не се облага с корпоративен данък. Тази правна характеристика дава и отговор на въпроса, поставен в т. 1.3., а именно кои са приложимите към АДСИЦ разпоредби. До лицензирането на АДСИЦ за тях се прилагат правилата на ТЗ относно акционерните дружества и специалните правила на ЗДСИЦ. След получаването на лиценз за АДСИЦ започват да се прилагат правилата за публични дружества по ЗППЦК и продължават да действат специалните правила на ЗДСИЦ. В този стадий от съществуването на дружеството приложението на ТЗ е възможно само и единствено доколкото ЗППЦК или ЗДСИЦ препращат към него. И преди, и след лицензирането за АДСИЦ не се прилагат

⁸² Обратно според **Георгиев, В.**, Защита на имуществото на дружествата със специална инвестиционна цел, сп. Търговски право, кн. 3/2003 г., с. 64, цитираната разпоредба следва да се тълкува като „предпочитане на интересите на кредиторите на дружествата със специална инвестиционна цел пред интересите на кредиторите на търговците в несъстоятелност“. Не може да се сподели и изразеното в статията мнение, че ако сделките, които попадат в обхвата на разпоредбите на 646-649 от ТЗ, бъдат извършени в нарушение на чл. 4 и 19, ще се стигне единствено до административнонаказателна отговорност, тъймо напротив - ако не се спазят специалните изисквания на ЗДСИЦ, Търговският закон ще има пълно приложение, а административната отговорност ще се яви допълнителна санкция.

⁸³ Доколкото придобиване на недвижим имот от банка не би било честа хипотеза, АДСИЦ за секюритизиране на недвижими имоти не биха били засегнати от това положение. Точно обратно е положението обаче при АДСИЦ за вземания, които най-често в българската действителност биха придобивали портфейли от вземания от банки.

правилата за инвестиционните дружества с изключение на нормата на чл. 173 от ЗППЦК относно банката-депозитар.

3. Специфики в регулацията на АДСИЦ, които не засягат правната им характеристика. В следващите редове ще бъдат разгледани някои специфични особености, които без да влияят на изяснената вече правна характеристика на АДСИЦ, са от съществено значение за разбиране на функционирането им.

3.1. Институционален инвеститор. Съгласно разпоредбата на чл. 5, ал. 2 при учредяване на АДСИЦ поне 30% от капитала трябва да бъде записан от институционален инвеститор. Законът за дружествата със специална инвестиционна цел не определя кой инвеститор е „институционален“, затова следва да се съобрази дефиницията, дадена от ЗППЦК. Според §1, т. 1, б. „в“ от Допълнителните разпоредби институционален инвеститор е банка, която не действа като инвестиционен посредник, инвестиционно дружество, договорен фонд, застрахователно дружество, пенсионен фонд или друго дружество, чийто предмет на дейност изисква придобиване, държане и прехвърляне на ценни книжа.

3.1.1. Смисъл на регулацията. Въвеждането на изискването за институционален инвеститор при учредяването на АДСИЦ е реализация на законодателната идея за защита на интересите на дребните инвеститори в дружеството. Тази защита се гарантира от една страна с необходимостта на всеки субект, който иска да създаде АДСИЦ, да убеди в годността на своя проект, респективно в качествата на подбраните мениджъри, дружество, чийто предмет на дейност изисква инвестиране в ценни книжа, преди да предложи акциите си публично на инвеститорите. Така институционалният инвеститор се явява в контролна функция спрямо инициаторите на АДСИЦ. От друга страна участието на институционалния инвеститор в дружеството при първоначалното увеличение на капитала дава репутационна гаранция за проекта, доколкото за дребния инвеститор това е индикация, че не само инициаторите на проекта вярват в него, но и външна компания, с опит във финансовия сектор гарантира с името си за него. Добре е преценен и процентът на участие на институционалния инвеститор,

доколкото 30% гарантират сериозност на участието, но не са достатъчни за блокиране на решенията на инициаторите на компанията. В този смисъл идеята на законодателя е не институционалният инвеститор да има блокираща квота, а да даде външна оценка за годността на АДСИЦ (каквото е самото решение за участие в компанията) в периода, преди АДСИЦ да стане публично дружество. Наличието на институционален инвеститор е необходимо към момента на учредяване на дружеството и е предмет на проверка в процедурата по лицензиране.

3.1.2. Практически проблеми. В досегашната практика по приложението на изискването за институционален инвеститор се очертават няколко проблема.

3.1.3. Въпреки че понятието за институционален инвеститор е доста ясно, известно колебание предизвиква тълкуването на последната му част „друго дружество, чийто предмет на дейност изисква придобиване, държане и прехвърляне на ценни книжа”. От това определение следва, че последната хипотеза на институционален инвеститор е някакъв тип холдингово дружество, доколкото предметът на дейност на холдинга може да бъде „придобиване, управление, оценка и продажба на участия в български и чуждестранни дружества” (чл. 278, ал. 1, т. 1 от ТЗ). Така възниква и въпросът дали всеки холдинг е годен да бъде институционален инвеститор. Първата част от отговора на този въпрос може да се изведе от Решение № 359 – ДСИЦ от 31 май 2006 г. на КФН, с което се отказва издаване на лиценз за извършване на дейност като АДСИЦ и се посочва, че холдингови дружества, които не притежават други ценни книжа „освен ценни книжа от дружества, които не са акционерни дружества”⁸⁴, следва да не бъдат квалифицирани както институционални инвеститори. Освен това в решението се изтъква, че понятието „ценни книжа” така както е употребено в § 1, т.1, б. „в” следва да се тълкува в светлината на дефиницията за ценни книжа по чл. 2 от ЗППЦК, а именно като „прехвърлими права, които могат

⁸⁴ От текста на решението, може да се направи изводът, че това, което има предвид Комисията под „ценни книжа от дружества, които не са акционерни дружества”, са дялове от дружества с ограничена отговорност и това тълкуване на закона е напълно правилно, доколкото ЗППЦК говори за „ценни книжа”

да бъдат търгувани на капиталовия пазар”. За това и институционален инвеститор може да бъде само холдинг, които инвестира в публично търгуеми ценни книжа.

Казусът, по който е постановено горепосоченото решение, води до създаването на практика по тълкуването и прилагането в лицензионните производства на разпоредбата на чл. 5, ал. 2⁸⁵, в която КФН стига до още постеснително тълкуване на понятието за институционален инвеститор. Като такива са определени само холдингите, които са „публични дружества по смисъла на чл. 110 от ЗППЦК, чиято дейност е обект на регулиране от разпоредбите на ЗППЦК и съответно законосъобразното ѝ осъществяване е под административния контрол на КФН”⁸⁶. Така до възможността да бъдат институционален инвеститор в АДСИЦ са допуснати на практика само бивши приватизационни фондове, преуредили дейността си в холдинги по Раздел II на Глава XVIII от ТЗ. Това тълкуване не може да бъде споделено и основателно се критикува в теорията⁸⁷. Основният аргумент, на който се позовава Комисията, е, че доколкото всички останали субекти, изброени в § 1, т. 1, б. „в” от ДР на ЗППЦК, се лицензират, то единствените холдинги, които могат да бъдат допуснати като институционални инвеститори, са тези, които се контролират от КФН. Този аргумент не само няма законова опора, но и влиза с конфликт с изтъкнатото както в цитираното решение, така и в самата практика, разбиране, че водещо при изясняването на смисъла на закона трябва да бъде понятието за ценна книга. В този случай не може да не се постави въпросът дали само лицензирани субекти могат да инвестират в публично търгуеми ценни книжа, каквото се оказва, че е разбирането на Комисията. Нещо повече, както вече беше посочено по-горе, смисълът от участие на институционален инвеститор е във външната проверка, която той може да извърши спрямо проекта на АДСИЦ, а не в блокираща квота и поради това дали този субект е под контрола на КФН, или не, е без всякакво

⁸⁵ Практиката е оповестена на 16.09.2006 г. и може да бъде намерена на <http://www.fsc.bg/go.idecs?m=library&f=download&id=10579>.

⁸⁶ Това тълкуване на разпоредбата е стара идея на служителите в КФН, вж. **Жишев, Е.**, цит. съч, с. 8-9.

⁸⁷ Вж. **Иванова, М.**, Понятието за институционален инвеститор и практиката на Комисията за финансов надзор, сп. Търговско и конкурентно право, кн. 1/2007 г., с. 68 и сл.

значение.⁸⁸ Освен това, ако за даден холдинг се установи, че няма добра репутация в процедурата по лицензиране на АДСИЦ, КФН може да постанови отказ на основание чл. 11, ал. 3, т. 2, поради което не е необходимо такова ограничително тълкуване на закона.

Вторият въпрос, който заслужава внимание е, че освен стеснителното тълкуване, което КФН дава на дефиницията за институционален инвеститор, и други закони ограничават приложното поле на тази разпоредба. Без това да е изрично предвидено, нормалната бизнес логика показва, че когато се допускат външни лица в една компания, техният кръг трябва да бъде максимално ограничен, т.е. при учредяването на АДСИЦ най-доброто бизнес решение е институционалният инвеститор да бъде само един, който да запише изцяло 30% от капитала. В много случаи обаче реализирането на този модел се оказва невъзможно. Така например съгласно действащия до 1 януари 2007 г. Закон за банките (ЗБ) банка не можеше да придобие дялово участие в размер над 10% в дружество, което не е банка освен с изрично одобрение от страна на БНБ (чл. 19, ал. 5 от ЗБ), а срокът за издаване на подобно разрешение беше тримесечен. Това законово изискване на практика изключи банките като институционални инвеститори от участие в развитието на АДСИЦ.⁸⁹ Положително е, че то отпадна с приемането на Закона за кредитните институции, който в своя чл. 47 предвижда ограничения относно участието на банката в други дружества единствено на база съотношение на придобития дял към собствения капитал на банката, което би могло да ограничи участието ѝ при учредяване на АДСИЦ само в изключителни хипотези. Друг сходен проблем има при уредбата на пенсионните фондове, тъй като съгласно чл. 176, ал. 1, т. 3 от Кодекса за социално осигуряване те могат да придобиват акции на АДСИЦ, които са лицензирани, т.е. поради особеностите на лицензионния режим при АДСИЦ, при който лицензионното производство започва след възникване на дружеството, пенсионните фондове не могат да бъдат институционални инвеститори в АДСИЦ. Тези допълнителни ограничения

⁸⁸ Така, **Иванова, М.**, цит., съч., с. 71-72.

⁸⁹ За периода от приемането на закона до 1 януари 1997 г. от около 50 регистрирани дружества единствено четири са ползвали банка като институционален инвеститор.

дават отговор на въпроса, защо практиката е наложила като обичайни институционални инвеститори застрахователните компании, колективните инвестиционни схеми и холдингите.

Във връзка с участието на институционалния инвеститор при учредяването на АДСИЦ се поставя още един проблем, който може да бъде изведен от Решение № 444-ДСИЦ от 9 април 2008 г. на КФН. Сред аргументите за отказа да се издаде лиценз, посочени в това решение, е обстоятелството, че като учредител, записал 30% от акциите на АДСИЦ, е вписано управляващо дружество. Управляващото дружество, уредено в чл. 202 от ЗППЦК, не е институционален инвеститор и съответно записването на акции от негово име и за негова сметка не покрива изискването на чл. 5, ал. 2. Неговият предмет на дейност е управление на активите на колективни инвестиционни схеми и на инвестиционни дружества от затворен тип, във връзка с което то може да действа от тяхно име и за тяхна сметка. Поради това единственият начин колективна инвестиционна схема или инвестиционно дружество от затворен тип да придобият акции от АДСИЦ е чрез управляващото ги дружество. В тази хипотеза обаче в учредителните документи на АДСИЦ изрично трябва да се посочи, че записването на акции е за тяхна сметка, а не за сметка на управляващото дружество.

3.2. Банка депозитар. Съгласно разпоредбата на чл. 9 паричните средства (включително, набраните от публично предлагане на ценни книжа) и ценните книжа на дружеството се съхраняват в банка депозитар⁹⁰. Банката депозитар извършва всички плащания на АДСИЦ и следи те да отговарят на условията, предвидени в неговия устав и в проспекта за публично предлагане на ценни книжа. Доколкото банката депозитар следва да упражнява ефективно своите функции, всички разплащателни сметки на АДСИЦ трябва да бъдат само в нея.⁹¹

⁹⁰ Банката депозитар трябва да отговаря на изискванията по чл. 173, ал. 2 от ЗППЦК, както и да е включена в списък на банките депозитар, одобрен от заместник-председателя на КФН, ръководещ управление "Надзор на инвестиционната дейност" и от БНБ (чл. 173, ал. 9)

⁹¹ Това ограничение не се отнася за банковите депозити, които АДСИЦ може да открива във всяка една банка, съобразно най-изгодните за него условия.

3.2.1. Смисъл на регулацията. Банката депозитар е класически контролен орган, установен при инвестиционните дружества⁹². Нейната роля при АДСИЦ е значително ограничена, доколкото разликата в предмета на дейност при двата типа дружества лишава банката депозитар от две съществени нейни функции: тя не отговаря за обратното изкупуване на акциите на АДСИЦ, защото такова не е предвидено, и ценните книжа, които съхранява, са в значително ограничено количество, доколкото АДСИЦ може да инвестира в ценни книжа малък обем от своите средства (чл. 22, ал. 1 и 2). Въпреки ограничението във функциите банката депозитар остава независим контролър на плащанията от страна на АДСИЦ, доколкото тя не може да е свързано лице с член на съвета на директорите, обслужващо дружество или акционер, който може да контролира АДСИЦ. За да се гарантира независимия надзор от страна на банката депозитар, за нея има забрана да кредитира АДСИЦ, както и да издава банкови гаранции в негова полза, което означава, че тя на практика не може да предоставя на обслужвания АДСИЦ никакви други услуги освен депозитарните. Наличието на банка депозитар е много важна гаранция за инвеститорите в АДСИЦ, защото при задължението за разпределение на 90 % от печалбата като дивидент, най-важното за тях е тази печалба да не бъде намалявана с неоснователни плащания.

3.2.2. Практически проблеми. Изискването банката депозитар да контролира плащанията от страна на АДСИЦ, респективно всичките му сметки да са само в тази банка създава проблеми при правоприлагането. Причина за това е обстоятелството, че до голяма степен АДСИЦ финансират дейността си чрез кредити, а банките имат установена практика, според която средства от отпуснатия кредит се усвояват по разплащателна сметка в банката, отпуснала кредита. Нещо повече, обичайно при отпускането на кредит, обезпечен с ипотека, е да се предвиди изискването, че средствата, които постъпват при продажбата на ипотекираните имоти, следва да постъпват по сметка в банката кредитор за погасяване на кредита. Доколкото АДСИЦ не може да получи

⁹² Вж. Станчева-Минчева, В., цит. съч, с. 81-82 и Коментар на Закона за публично предлагане на ценни книжа, с. 583-584.

кредитиране от банката депозитар, то е принудено да се съобразява с правилата на кредитиращата банка, като по този начин може да се стигне до нарушаване на разпоредбите на закона.

Като отчита този проблем КФН с протокол № 15 от 18.03.2008 г. е утвърдила практика относно ползването, усвояването и погасяването на кредити от АДСИЦ. За разлика от вече разгледаната практика относно институционалния инвеститор, практиката на Комисията относно кредитите на АДСИЦ е доста либерална и дава на дружествата възможност за избор на поведение. КФН първо указва, че за да се спазят изискванията на ЗДСИЦ, средствата по кредита следва да бъдат отпуснати и респективно връщани не по разплащателна сметка, а по специална сметка, открита въз основа чл. 2, ал. 4 от Наредба №3 за паричните преводи и платежните системи на БНБ⁹³. Относно отпускането и усвояването на средства са допуснати следните варианти: 1) сумата по кредита да бъде преведена от сметка на АДСИЦ в банката кредитор по сметка в банката депозитар, която да извършва всички плащания, респективно, средствата от продажбата на ипотекирано имущество да постъпват в нея и тя да ги превежда в банката-кредитор; 2) сумата по кредита да бъде преведена от сметка на АДСИЦ в банката-кредитор по сметка в банката депозитар, която да извършва всички плащания, а погасяването на кредита да става в банката кредитор; 3) сумата по кредита да бъде преведена по сметка на АДСИЦ в банката кредитор, от която да става усвояването на средствата, а средствата от продажбата на ипотекирано имущество да постъпват в банката-депозитар, от където да се погасява кредитът и 4) вариант, който да комбинира варианти 2 и 3. С оглед на така изложените възможности следва да се отчете, че въпреки че при всяка една от тях формално може да бъде спазено изискването на закона, не всички защитават еднакво интересите на инвеститорите. С оглед на това от предложените варианти следва да се предпочетат 1 и 2, защото при тях банката-депозитар пряко извършва плащанията на АДСИЦ, съответно може да ги следи. По наше мнение хипотезата

⁹³ В сила до 31 октомври 2009 г., отменена с Наредба № 3 от 16 юли 2009 г., за условията и реда за изпълнение на платежни операции и за използване на платежни инструменти (Обн. ДВ, бр. 62 от 4 август 2009 г.), като аналогичният текст в новата наредба е чл. 6, ал. 3, т. 9.

на вариант 3, въпреки че е допусната от КФН, не би била приета от самата банка депозитар, тъй като последната ще отговаря пред акционерите на АДСИЦ за извършването на плащания от друга банка.

3.3. Обслужващо дружество. Съгласно разпоредбата на чл. 18 от закона АДСИЦ не могат да осъществяват сами дейностите по експлоатация и поддръжка на придобитите недвижими имоти, както и събиране на вземанията. Затова АДСИЦ трябва да възложи на едно или повече търговски дружества, разполагащи с необходимите организация и ресурси (обслужващи дружества), обслужването и поддръжката на придобитите недвижими имоти, извършването на строежи и подобрения, съответно обслужването на придобитите вземания, воденето и съхраняването на счетоводната и друга отчетност и кореспонденция, както и извършването на други необходими дейности.

3.3.1. Смисъл на регулацията. Въвеждането на изискването за обслужващо дружество е най-съществената гаранция за инвеститорите, че компаниите, в които влагат средства, няма да се превърнат от инвестиционни фондове в строители или събирачи на вземания. Спазването му е абсолютна гаранция, че инвестиционната дейност на дружеството, която се извършва от неговия мениджмънт, няма да бъде смесена с експлоатационната дейност по извличане на доходи от актива. По този начин инвеститорите са защитени до известна степен както срещу експлоатационни рискове, така и срещу некомпетентността на мениджмънта да извършва обслужването на активите. Изискването за обслужващи дружества е и гаранция за оптимизиране и придвидимост на разходите на дружеството, защото съгласно чл. 7, т. 5 в устава на АДСИЦ трябва да бъде установен максимален размер на разходите за управление (които включват и плащанията към обслужващите дружества) като съотношение към стойността на активите по баланса на дружеството. Нещо повече законодателят е определил отношенията между АДСИЦ и обслужващите дружества като толкова съществени, че е предвидил начина на определяне на възнаградението на обслужващото дружество и правата и задълженията му да бъдат закрепени в устава на дружеството, т.е. да бъдат контролирани от

акционерите, а не да се решават от съвета на директорите⁹⁴. Конкретният подбор на обслужващи дружества и определянето на възнаграждението им следва да бъде направен от мениджърите. Въпреки че обслужващите дружества не подлежат на лицензиране, към тях законът поставя изискването да разполагат с необходимата организация и ресурси, за да извършват възложената им от АДСИЦ работа, което се проверява от КФН в процедурата по лицензиране на самия АДСИЦ. Допълнителни контролни правомощия КФН притежава и с оглед проверките, които може да извършва в обслужващите дружества (чл. 18, ал. 5), както и в процедурата по замяна на обслужващо дружество, за което се изисква одобрение от Комисията (чл. 15, ал. 1). Последната гаранция за инвеститорите, която законът урежда, е правилото на чл. 18, ал. 4, което забранява на обслужващото дружество да прихваща срещу своето възнаграждение парични средства на АДСИЦ. Това правило бележи близост с изискването банката депозитар да отчита отделно от своето имущество от паричните средства на АДСИЦ (чл. 173, ал. 5 от ЗППЦК), но има дори по-голямо приложение, тъй като в определени случаи обслужващите дружества могат да концентрират при себе си значителни по обем средства на АДСИЦ⁹⁵.

3.3.2. Практически проблеми. Няколко са проблемите, свързани с обслужващите дружества, които възникват в практиката.

Първият от тях е свързан с това колко обслужващи дружества са необходими на едно АДСИЦ. Смущението идва от първоначалното схващане, че обслужващите дружества при АДСИЦ имат сходство с управляващото дружество⁹⁶ при инвестиционните дружества и доколкото управляващото дружество е едно, то и обслужващото дружество трябва да бъде само едно.

⁹⁴ Така **Гергиев, В.**, Управляващо и обслужващо дружество, сп. Пазар и право, кн. 4/2004 г., с. 54.

⁹⁵ Такъв би бил случая с АДСИЦ за вземания, събирането на които е прехвърлено на дружеството, което е генерирало вземанията да кажем оператор на кредитни карти или ютилити компания или с АДСИЦ, който е отдал под наем притежаваните недвижими имоти и е възложил обслужването им, съответно събирането на наемите на обслужващо дружество.

⁹⁶ За разграничението между инвестиционно и управляващо дружество вж. **Георгиев, В.**, цит. съч., с. 52 и сл., а за разликата между договорите, които сключват съответно АДСИЦ с обслужващо дружество и инвестиционно дружество с управляващо вж. **Михайлов, А.**, Правна уредба на отношенията между дружествата със специална инвестиционна цел и обслужващите дружества, сп. Пазар и право, кн. 6/2005 г., с. 62.

Логичният и напълно обоснован отговор обаче е, че броят на обслужващите дружества зависи от дейността на обслужвания АДСИЦ – дали то се занимава с инвестиране в недвижими имоти или във вземания и как извлича доходи от секюритизирания актив (чрез продажба, чрез отдаване под наем, лизинг или аренда и др.). Аргумент в тази насока дава и текстът на чл. 18, ал. 2, който говори за „едно или повече търговски дружества“. Така или иначе КФН преодоля първоначалното разбиране за ограничение за едно обслужващо дружество и днес се е наложило правилото, че обслужващото дружество може да е едно, но обикновено са няколко⁹⁷. Така например при секюритизацията на вземания е нормално едно дружество да събира доброволно вземанията и да води счетоводната отчетност, а друго, обикновено адвокатска кантора, да се занимава със събирането им по съдебен ред. При секюритизацията на недвижими имоти най-често на едно дружество се възлага счетоводната и друга отчетност (обикновено то съхранява документите за собственост и строителната документация за проектите на АДСИЦ), а на друго строителството или поддръжката и отдаването под наем или продажбата на притежаваните обекти.

Вторият проблем, който се поставя, е към кой момент е необходимо да бъде сключен договор с АДСИЦ и по-конкретно, към момента на лицензирането трябва ли да има сключен договор за обслужване. Първоначално практиката на КФН клони като че ли повече към разбирането, че при лицензирането АДСИЦ трябва да има сключен договор с поне едно обслужващо дружество. Впоследствие това виждане претърпя развитие и постепенно се наложи разбирането, че наличието на обслужващо/и дружество/а е необходимо само когато АДСИЦ е стартирало инвестиционната си дейност към момента на лицензирането и доколкото в повечето случаи това не е така, не се изисква и договор с обслужващо дружество.

Последно следва да се разгледа и възможността за някои специфични правни субекти да бъдат обслужващо дружество. Например може да

⁹⁷ Както правилно отбелязва **Михайлов, А.**, цит. съч., с. 56, разширеният обхват на дейността по обслужване, предвидена от ЗДСИЦ, предполага сключване на два или повече договора за възлагането ѝ.

се обсъди дали едноличен търговец може да изпълнява функциите на обслужващо дружество. Доколкото ЗДСИЦ говори за „обслужващо дружество“, а не за „обслужващ търговец“ струва ни се, че отрицателният отговор трябва да бъде предпочетен. Нещо повече, доколкото законът изисква доказване на ресурсна и организационна обезпеченост, едноличният търговец в общия случай, дори да се абстрахираме от критерия „дружество“, пак едва ли би могъл да покрие изискванията на закона.

Интерес представлява и въпросът може ли инвестиционен посредник да бъде обслужващо дружество на АДСИЦ⁹⁸. Този въпрос вече е бил разглеждан в литературата и му е даден положителен отговор⁹⁹. Считаме, че този отговор е несъмнен и при действието на Закона за пазарите на финансови инструменти (ЗПФИ). На основата на разпоредбата на чл. 5, ал. 3, т. 3 от ЗПФИ инвестиционният посредник може да дава консултации относно капиталовата структура, промишлената стратегия и свързани с това въпроси и в тази си функция може да бъде обслужващо дружество на АДСИЦ. Нещо повече, тъй като и двата типа АДСИЦ са публични компании, които набират капитал както от пазара чрез издаване на акции и облигации, така и чрез банкови кредити, може да се приеме, че не само АДСИЦ, инвестиращо във вземания, но и такова, инвестиращо в недвижими имоти, може да бъде консултирано по въпросите какво съотношение да избере между дългово и дялово финансиране, какво ниво на ливъридж да избере, както и да бъде подпомагано от инвестиционен посредник при обосновка на един или друг кредитен план за получаване на кредит.

4. Заключение и предложения de lege ferenda. В заключение може да се обобщи, че моделът на дружества със специална инвестиционна цел, въведен със ЗДСИЦ, функционира добре в българската правна действителност. Той е една от онези модернизиращи законодателството стъпки, които приближават страната

⁹⁸ Този въпрос е важен с оглед на разбирането, че фигурата на инвестиционния посредник е част от схемата на дейност на инвестиционните дружества, но не и на АДСИЦ.

⁹⁹ Вж. **Михайлов, А.**, цит.сч, с., 55 който обсъжда тази хипотеза, докато инвестиционните посредници са били уредени в ЗППЦК.

ни към развитите финансови пазари. Самите АДСИЦ се утвърждават като полезен и атрактивен инструмент за инвестиране, чието съществуване е ценност, която без съмнение трябва да се запази. Едно от най-добрите доказателства за положителните качества на регламентацията, въведена със ЗДСИЦ, е обстоятелството, че законът не е съществено променен от влизането му в сила до днес, а извършените изменения в него са свързани с поправки в други закони, най-вече данъчни. Изминалият период е достатъчен, за да се направи пълен преглед на функционирането на АДСИЦ и на практиката, натрупана от КФН при лицензирането и последващия контрол на тези дружества, и да се прецени дали уредбата им може да се оптимизира допълнително. Следва да се посочи, че КФН е разработила два проекта за изменение и допълнение на ЗДСИЦ, които не са стигнали до обсъждане в Народното събрание. Първият проект е оповестен през 2007 г. и съдържа предимно дребни поправки, резултат от опита на КФН¹⁰⁰, а другият, оповестен през март 2009 г., включва по-сериозни промени, които обаче не са адекватни на фона на финансовата криза, която засегна глобалната, а и българската икономика.¹⁰¹

Въз основа на цялото представено до тук изследване си позволяваме три предложения за бъдещи изменения на закона. Най-спешно би следвало да се разреши за определен период от време АДСИЦ да капитализират печалбата си и вместо паричен дивидент, да изплащат на своите акционери дивидент в акции от дружеството. Това е строго антикризисна мярка¹⁰², която има за цел да разреши ликвидната криза, в която са изпаднали някои АДСИЦ в момента, тъй като продажбите на недвижими имоти са в пълна стагнация и събираемостта на вземанията се понижава. Без подобна възможност дружествата могат да изпаднат в абсурдната ситуация да теглят кредити, за да изплащат дивидент, а и стриктно погледнато, ползването на кредити с такава цел не се допуска от

¹⁰⁰ Относно коментар на този проект вж. **Токушев, В.** Новите идеи за промени в уредбата на АДСИЦ, в-к Дневник, бр. от 6.12.2007 г.

¹⁰¹ Прессъобщение, но не и текстът на проекта, може да бъде намерено на интернет страницата на КФН - <http://www.fsc.bg/go.idecs?i=17852>.

¹⁰² Такава мярка е възприета от данъчната администрация на САЩ през декември 2008 г, която е разрешила на REITs, които са публично търгуеми, да изплатят дивидент в акции и в пари, при условие че поне 10% от дължимия дивидент се изплаща в пари.

закона. Тази мярка е препоръчително да се предвиди за определен срок време, напр. за печалбата от 2009 и 2010 година и следва да съществува само като възможност пред акционерите на дружеството.

Другото предложение, което е в по-дългосрочен план и може би е най-добре да се осъществи след края на кризата с цел ново стимулиране на бизнеса на АДСИЦ, е отпадането на лицензионния режим за тяхната дейност. Считаме, че не съществуват достатъчно аргументи за лицензирането на тези дружества, тъй като всяко публично дружество може да има техния предмет на дейност. Относно данъчния им режим, компенсация за него са множеството специални изисквания към дейността на тези субекти. Още повече, че в настоящия текст на закона лицензионният режим изглежда нелогичен и стои като „външно тяло“.

На последно място с оглед изяснената характеристика на АДСИЦ като предприятия за колективно инвестиране ще е положително за в бъдеще да се помисли за създаване на обща регламентация на всички предприятия за колективно инвестиране, която да дава възможност за създаването и на други световно признати форми на колективно инвестиране в България, като например Exchange Traded Funds (ETF) и др.

Статията е предадена за печат на 11 септември 2009 г. и е съобразена със състоянието на правото към този момент.