

**ПРЕГЛЕД НА ПРАВНАТА РАМКА НА ДРУЖЕСТВАТА СЪС
СПЕЦИАЛНА ИНВЕСТИЦИОННА ЦЕЛ В БЪЛГАРИЯ.
ЧУЖДЕСТРАННИЯТ ОПИТ.**

**Виолета Розенова Башева, докторант, ВСУ „Черноризец Храбър”
e-mail: vilibasheva@abv.bg**

Резюме: В статията се прави преглед на правната рамка на дружествата със специална инвестиционна цел в България. Разглежда се чуждестранният опит на САЩ, Великобритания, Германия и Франция.

Ключове думи: дружества със специална инвестиционна цел, инвестиционни имоти, секюритизация на активи

Summary: The article reviews the legal framework of real estate investment trust (REIT) in Bulgaria. The foreign experience of the United States, Great Britain, Germany and France is considered.

Key words: real estate investment trust (REIT), investment properties, securitization of assets

На 31 юли 2002 г. в 39-тото Народно събрание е внесен законопроект за приемане на Закон за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДСИЦ). До тогава уредбата на подобен тип дружества в България не е предмет на разискване нито в теорията, нито в специализираните издания и не е била част от законодателната програма на предходните български парламенти.

Основната идея на вносителите е чрез създаването на нов инструмент на капиталовия пазар да се насърчат дребните и средни инвеститори като им се даде възможност за участие в големи и доходоносни проекти. Иначе

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 България. Идеята за създаването на закона се основава и на предположението 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. Предложеният проект дава общата уредба на дружествата със специална инвестиционна цел (ДСИЦ), 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 акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ)¹. Към момента на обсъждането на българския закон в законодателствата на трите водещи европейски държави – Германия, Франция и Великобритания, няма уредба на подобен тип дружества.

В българската практика е възприет подходът на САЩ като идея за тяхното създаване. Тази идея е адаптирана към българските реалности, а не е буквално пресъздадена в законодателството, поради което между двете дружества съществуват различия.

На 14 септември 1960 г. президентът Дуайт Д. Айзенхауер подписва законодателство, което създава нов подход към инвестициите в недвижими имоти, произвеждащи доходи - начин, по който се комбинират най-добрите атрибути на инвестициите в недвижими имоти и инвестициите в акции. Този акт за първи път донася на инвеститорите предимствата на инвестициите в

¹ Законопроекти, <http://www.parliament.bg/?page=app&lng=bg&aid=4&action=show&lid=326>, 12.10.2018 г.

търговски недвижими имоти - предимства, които преди са били налице само чрез големи финансови посредници и богати лица. Това законодателство е умишлено оформено след редица данъчни правила, уреждащи взаимоспомагателните фондове (регулирани инвестиционни дружества) - тип инвестиционна структура, която първоначално е приета две десетилетия по-рано и има за цел да осигури на обществото ефективно средство за инвестиране в диверсифицирани портфейли от корпоративни ценни книжа².

Първите АДСИЦ (английският термин за АДСИЦ в САЩ е REITs (Real Estate Investment Trust) в САЩ стартират през 1960/1961 г. Това са инвеститорите Bradley Real Estate; Континентални ипотечни инвеститори; Първи ипотечни инвеститори; Първи съюз Real Estate (сега Winthrop Realty Trust/FUR); Pennsylvania/PEI; Вашингтон/WRE. Последните три дружества съществуват и до днес.

През 60-те и 70-те години на миналия век бизнесът в САЩ е доминиран от ипотечни АДСИЦ, до приемане на Закона за данъчната реформа от 1986 г. Той създава условия за развитие на капиталовите АДСИЦ.

Регулаторните реформи, важни за бизнеса на АДСИЦ в САЩ, започват от началото на 80-те години с приемането на Закона за икономическо възстановяване, който въвежда данъчни привилегии за някои инвестиционни форми за недвижими имоти³. Законът поставя началото на инвестиционна лавина, която довежда до ескалация на цените на недвижимите имоти и постепенно намаляване на доходността. Само няколко години по-късно последиците от презастрояването довеждат на свой ред до отнемането на привилегии от Закона за данъчната реформа от 1986 г.

² Reits through the years, <https://thereitway.com/reits-through-the-years/>, 12.10.2018 г.

³ Brown, D., Investment fund vehicles for pan-European real estate: a technical and commercial review, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1002/bref.77>, 13.10.2018 г.

Основен фактор на растежа на капиталовите фондове е появата на организационна форма UPREIT (Umbrella Partnership Real Estate Investment Trusts), която улеснява придобиването на недвижими имоти⁴. Дружествата UPREIT се характеризират със собствеността върху акциите в "оперативни партньорства". Оперативните партньорства се формират по такъв начин, че съществуващите партньорски структури внедряват портфейла от недвижими имоти в оперативното партньорство, а приносът на АДСИЦ се отнася до паричните средства, които се събират по първоначалното публично предлагане. Акциите, които притежателите на недвижими имоти притежават в оперативни партньорства, са взаимозаменяеми за пари или акции във фондовете на АДСИЦ след изтичането на договорения период. АДСИЦ винаги са основен партньор и най-голям акционер в оперативното партньорство.

Структурата на UPREIT е създадена, за да се стимулира прехвърлянето на съществуващи партньорства в АДСИЦ с възможност за отсрочване на данъчните задължения, а на АДСИЦ е разрешено да създават портфейли без значителна заетост на собствените си средства⁵. Въвеждането на структурата на UPREIT се смята за най-важният фактор за внезапния растеж на бизнеса на АДСИЦ през 90-те години⁶.

В допълнение към новата организационна форма най-голямо въздействие върху растежа на бизнеса има изменението на регламентите, които премахват ограничението за инвестиране на пенсионните фондове в АДСИЦ. Друга значима характеристика на този период е увеличаването на

⁴ <http://www.haas.berkeley.edu/Courses/Spring1999/BA280-1/handouts/reitsummary.doc>, 15.10.2018 г.

⁵ Ebrahim, S., On the efficiency of the upreit organizational form: implications for the subprime crisis and CDO's https://www.fordham.edu/download/downloads/id/3453/upreit_fordham_9_11pdf.pdf, 13.10.2018 г.

⁶ <https://www.broadstone.com/real-estate-services/upreit/>, 12.10.2018 г.

броя на фондовете, специализирани в конкретни сектори на недвижимото имущество (жилищни имоти, офиси, търговски центрове, индустриални недвижими имоти, хотели и др.). Това довежда до повишена ефективност на управлението и по-добро представяне на бизнеса. Други ключови промени настъпват в края на 90-те години чрез законови разпоредби, които актуализират Закона от 1960 г. Освен това са премахнати някои разпоредби, които преди това изключват приходите от отдаване под наем от категория, освободена от данъци, данъците върху инвеститора за приходите, свързани със запазените капиталови печалби са премахнати и отново е въведено правилото, че АДСИЦ не може да получи повече от 30% от общия си доход от продажбата на активи, които не са считани за дългосрочен инвестиционен актив.

Подходът на АДСИЦ към инвестициите в недвижими имоти е усъвършенстван и подобрен през следващите години. За да отговарят на условията за извършване на дейност и да се облагат като АДСИЦ, те трябва да бъдат в бизнеса с недвижими имоти и да инвестират предимно в квалифицирани активи на недвижимо имущество.

Понастоящем АДСИЦ в САЩ може да бъде учредено като корпорация, тръст или асоциация, която се облага като корпорация или дружество, като например командитно дружество или дружество с ограничена отговорност. Статутът на АДСИЦ е по-скоро създаден съгласно данъчното законодателство, отколкото по търговското право⁷.

АДСИЦ в САЩ трябва да има най-малко 100 акционери, но няма изискване за минималния дял на всеки акционер. Като цяло, пет или по-малко физически лица не могат да притежават повече от 50% от стойността

⁷ Compare and contrast: Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes, <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/worldwide-reit-regimes-2017.pdf>, 14.10.2018 г.

на акциите - прилагайки общи правила за приписване - през последната половина на данъчната година. Някои лица се третират като физически лица за тази цел. Няма ограничения за собствеността на чуждестранни лица.

АДСИЦ може да управлява собствените си имоти и да предоставя "обичайни" (customary) услуги на наемателите. Специални правила се прилагат за "необичайни" (non-customary) услуги, като например доходи от отдаване под наем на свързани лица и наеми, основани на нетен доход, а не на брутен доход от наемател. АДСИЦ приемат календарната година като данъчна година⁸.

По отношение на разпределянето на дивиденди АДСИЦ трябва да разпределя най-малко 90% от общия си облагаем доход всяка година. Поради този факт, плащанията на дивиденди от АДСИЦ в САЩ представляват важна част от техния принос за американската икономика. Освен това, пълната картина на инвестиционния доход, произтичащ от дейността на АДСИЦ, изисква включването на приходи от лихви, произтичащи от плащанията на лихви по АДСИЦ. Плащанията с дивиденди и лихви допринасят за индуцирания икономически принос на АДСИЦ, който възниква, когато облигационерите и акционерите на АДСИЦ похарчат част от своя дивидент и лихвен доход в американския бизнес. Това пренасочване допринася за икономическата активност на ресторантите, търговците на дребно и други предприятия, които оперират с крайните потребители⁹.

В САЩ са утвърдени следните видове АДСИЦ:

- Капиталови АДСИЦ

⁸ Review of the regulatory issues relating to real estate funds
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD275.pdf>, 14.10.2018 г.

⁹ Economic contribution of REITs in the United States ,
<https://www.reit.com/sites/default/files/EY-Nareiteconomiccontributionreport20180109.pdf>,
14.10.2018 г.

Повечето дружества със специална инвестиционна цел оперират като капиталови такива, като предоставят на инвеститорите достъп до различни портфейли от активи, генериращи доходи, които те не биха могли да си позволят сами. Тези компании за недвижими имоти притежават имоти в редица сектори, които са отдадени под наем, като например офис сгради, търговски центрове, жилищни комплекси и др. Те разпределят основната част от дохода си на акционерите под формата на дивиденди. След като плащат разходите, свързани с експлоатацията на своите имоти, АДСИЦ изплащат годишно основната част от дохода на своите акционери като дивиденди. Те също генерират приходи от продажба на имоти. Акциите на ДСИЦ могат да бъдат регистрирани на големи борси, могат да бъдат публично предлагани или могат да бъдат държани в частни облигации. Тези дружества представляват по-голямата част от днешния пазар в САЩ. Притежават повече от 2 трлн. долара активи на недвижими имоти в САЩ, включително над 200 000 имоти във всички 50 щата и окръг Колумбия. Капиталовите АДСИЦ обхващат по-голямата част от водещите сектори на недвижимите имоти.

- Ипотечни АДСИЦ

Ипотечните АДСИЦ (mREITS) осигуряват доходи от недвижими имоти чрез закупуване или инициране на ипотечи и ценни книжа, обезпечени с ипотека, и приходи от лихви върху тези инвестиции.

- АДСИЦ от типа Private Equity

Private Equity са фондове за недвижими имоти или компании, които са освободени от регистрация в Комисията по ценните книжа и борсите (SEC) и чиито акции не се търгуват на национални борси. Те обикновено могат да се продават само на избрани институционални инвеститори, като големи пенсионни фондове и/или на богати физически лица, обикновено

дефинирани като физически лица с нетна стойност от поне 1 милион долара (без първостепенно пребиваване) или с доход над 200 000 долара за период преди две години (300 000 долара със съпруг). Акциите на този тип дружества се издават по силата на едно или повече от няколкото изключения от законите за ценните книжа, изложени в регламентите, публикувани и прилагани от SEC¹⁰, ¹¹, ¹². Акциите не се търгуват на обществен обмен на ценни книжа и обикновено не са ликвидни. Програмите за обратно изкупуване на акциите се различават по дружества и могат да бъдат ограничени, несъществуващи и/или подлежащи на промяна. Разходите за брокерски услуги се различават по дружества, но могат да включват такси за формиране, годишни такси за управление и процент от печалбите под формата на "повишен интерес".

- Публични, нерегистрирани в регистъра АДСИЦ

Публичните нерегистрирани в регистъра дружества със специална инвестиционна цел (PNLR) се регистрират в SEC, но не търгуват на национални борси. Опциите за ликвидност варират и могат да бъдат под формата на програми за обратно изкупуване на акции или сделки на вторичен пазар, но обикновено са ограничени.

Законодателството на Великобритания определя АДСИЦ като дружество от Обединеното кралство, което доброволно избира правната форма "АДСИЦ" и което отговаря на определени условия. То трябва да извършва дейност по отдаване под наем на недвижима собственост, неговите акции трябва да бъдат регистрирани на призната фондова борса,

¹⁰ Regulation D Offerings, <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-regdhtm.html>, 14.10.2018 г.

¹¹ The Laws That Govern the Securities Industry, <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html>, 17.10.2018 г.

¹² Final Rule: Offshore Offers and Sales (Regulation S), <https://www.sec.gov/rules/final/33-7505.htm>, 17.10.2018 г.

трябва да притежава най-малко три различни имота и не се допуска корпоративен акционер, притежаващ повече от 10 на сто акции¹³.

Обикновено всички приходи и печалби, реализирани в рамките на АДСИЦ, не подлежат на данъчно облагане в Обединеното кралство. Вместо това от АДСИЦ се изисква да разпредели най-малко 90% от годишната си печалба в рамките на 12 месеца от края на съответния отчетен период. Тези дивиденди са известни като "дивиденди на доходите от собственост" и от АДСИЦ се изисква да задържи данък върху дохода при основния лихвен процент (в момента 20%) от тези плащания на инвеститорите. По този начин британското АДСИЦ може да имитира данъчното третиране на преките инвестиции в имоти в Обединеното кралство.

АДСИЦ са въведени на германския пазар през 2007 г., когато местните власти въвеждат закон за създаването на немски акционерни дружества за недвижими имоти с публично търгувани акции. Законът влиза в сила от 1 януари 2007 г. Едно от основните условия за класифициране на АДСИЦ е да се посочи съответното инвестиционно средство на регулиран пазар. Тези предприятия трябва да инвестират най-малко 75% от активите си на пазара на недвижими имоти.

АДСИЦ в Германия могат да се възползват от пълните данъчни облекчения, отнасящи се до корпоративния данък, ако основната им дейност е на пазара на недвижима собственост (жилищни и търговски обекти) и ако 90% от печалбата на предприятието е разпределена под формата на дивиденди.

Приложимото законодателство също така предвижда, че АДСИЦ трябва да имат най-малко 100 акционери и те се подчиняват на специални

¹³ Investing in UK Property,
<http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/123825/investing-in-uk-property>,
17.10.2018 г.

условия, приложими в тази ситуация, като например юридически въпроси, свързани със собствеността. Например, законът за АДСИЦ уточнява, че акционер не може да притежава повече от 10% от активите на компанията.

Освен да разпределят най - малко 90% от печалбата на акционерите, германските АДСИЦ трябва да поддържат ѝ най-малко 45% дялово участие в недвижими имоти и да получават поне 75% от приходите си от недвижимо имущество. Условие е ѝ да имат офис и управление, регистрирани в Германия. Предмета на дейност на АДСИЦ е да придобива и управлява имоти с цел получаване на дивиденди, а не търговия с тях. АДСИЦ за недвижими имоти нямат право да издават привилигеровани акции. Германските АДСИЦ не могат да инвестират в жилищни имоти, построени преди 2006 г. За техните нужди Франкфуртската фондова борса (Deutsche Börse Group¹⁴) създава два отделни индекса: „REIT All Share Index“ и „REIT Selection Index“.¹⁵

Франция е една от първите европейски страни (от 2003 г.), която въвежда нормативна регулация на АДСИЦ (френския акроним е "SIIC" (Societes d'Investissements Immobiliers Cotees)). Този режим е незадължителен (т.е. изборът се прави от дружеството) данъчен режим. От въвеждането си през 2003 г., режимът SIIC е модифициран няколко пъти. Някои от тези промени имат за цел да затворят съществуващи опции, а някои други да разширят обхвата на този режим. Към 2017 г. режимът SIIC вече достига стабилност и зрялост. АДСИЦ вече са ключови играчи на френския пазар на недвижими имоти.

¹⁴ <http://deutsche-boerse.com/dbg-de/>, 22.10.2018 г.

¹⁵ A Snapshot of our researched sample data, http://reitinfo.com/index.php?option=com_content&view=article&id=46&Itemid=49, 22.10.2018 г.

Законодателството на Франция задължава компанията да бъде учредена под юридическата форма на акционерно дружество или друга правна форма, която допуска тя да бъде листвана на фондова борса. Основният капитал на френските АДСИЦ трябва да възлиза най-малко на 15 милиона евро. Акциите на АДСИЦ трябва да бъдат листвани на френски регулиран фондов пазар или на чуждестранен фондов пазар, който спазва разпоредбите на Директива 2004/39 / ЕО от 21 април 2004 г.¹⁶.

Режимът SPC изисква най-малко 15% от акционерния капитал и правата на глас да се държат от инвеститори, които индивидуално притежават (пряко или косвено) по-малко от 2% от капитала и правата на глас. Всеки инвеститор, независимо дали е физическо или юридическо лице, или група инвеститори, които не действат съгласувано, не може в нито един момент пряко или косвено да притежава повече от 60% от капитала и правата на глас на дружеството майка.

Приемането на ЗДСИЦ¹⁷ през 2003 г. има за цел да стимулира пазара на недвижими имоти и инвестициите в България. Съгласно юридическото определение, дадено в чл. 3 от ЗДСИЦ дружествата със специална инвестиционна цел в България са акционерни дружества, които инвестират парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти или във вземания¹⁸. По този начин се обособяват два вида акционерни дружества със специална инвестиционна цел – за секюритизация на

¹⁶ Директива 2004/39/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 година относно пазарите на финансови инструменти, за изменение на Директиви 85/611/ЕИО и 93/6/ЕИО на Съвета и Директива 2000/12/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и за отмяна на Директива 93/22/ЕИО на Съвета, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/HTML/?uri=CELEX:32004L0039&from=BG>, 22.10.2018 г.

¹⁷ Закон за дружествата със специална инвестиционна цел, обн. ДВ. бр.46 от 20 Май 2003г., посл. изм. и доп. ДВ. бр.65 от 7 Август 2018г., 22.10.2018 г.

¹⁸ Закон за дружествата със специална инвестиционна цел, обн. ДВ. бр.46 от 20 Май 2003г., посл. изм. и доп. ДВ. бр.65 от 7 Август 2018г., 02.11.2018 г.

вземания и за секюритизация на недвижими имоти. ДСИЦ за секюритизация на земеделски земи са дружества, ориентирани предимно към покупко-продажба, взимане и отдаване под аренда на земи и терени, а дейността на ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти се състои в покупка, извършване на строежи и подобрения, с цел предоставянето им за управление, отдаване под наем, лизинг и продажба на сгради и съоръжения.

Първите организации от типа ДСИЦ за секюритизация на вземания в България са формирани през 2004 г. след приемането на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел. По своята същност те са структура, в която са ангажирани както големи институционални инвеститори, така и физически лица. Според дефиницията в ЗДСИЦ за секюритизация на вземания е позволено да извършват само точно определени сделки - за кумулиране на средства чрез издаване на ценни книжа и покупко-продажба на вземания. Всяко от тях може да извършва само този вид дейност след задължително лицензиране. Процесът на секюритизация представлява трансформация на неликвидни материални или финансови активи в ценни книги. Обикновено АДСИЦ събират финансови активи под формата на вземания на банки или други бизнес единици от техни клиенти, като впоследствие емитират акции и/или облигации, с които изкупуват задълженията от първоначалните им собственици. По този начин се прави замяна на неликвидните активи в портфейла срещу паричните постъпления от продажбата на акциите/облигациите на АДСИЦ на крайни инвеститори. Постигат се две цели - продавачът получава финанси, който би могъл да използва за повишаване на своя кредитен портфейл, а втората е, че крайните инвеститори закупуват недвижими имоти и едновременно с това инвестират в ценни книги, за които обикновено има развит вторичен пазар¹⁹.

¹⁹ Токушев, В., Дружества със специална инвестиционна цел, Сиби, София, 2012

Българското законодателство предвижда ограничения за учредителите в дружествата със специална инвестиционна дейност. Съгласно чл. 6 от Закона за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДСИЦ)²⁰, капиталът, необходим за учредяване на ДСИЦ, не може да бъде по-малък от 500 000 лв. и трябва да бъде под формата на парични вноски. Законът за АДСИЦ съдържа множество разпоредби, целящи защита на инвеститорите. Поставени са изисквания към обслужващото дружество (обикновено организатора на секюритизацията), банката-депозитар и банката-довереник, които въвеждат система за взаимен контрол. Има и ясни изисквания към дейността на АДСИЦ, които да гарантират, че дружеството ще участва единствено и само в сделки, пряко свързани с целта, за която то е учредено. Комисията за финансов надзор²¹ упражнява контрол, като одобрява проспектите на АДСИЦ и следи периодичната им отчетност²².

АДСИЦ не може да придобива недвижими имоти или вземания, които са предмет на правен спор. Също, законът изисква недвижимите имоти, придобивани от дружеството, да се намират на територията на Република България. Няма ограничения за акционерните дружества със специална цел относно вида недвижими имоти, в които дружествата могат да инвестират, съответно към вида вземания и тяхната обезпеченост, ако такива са предвидени. Въпреки това, в своя устав ДСИЦ трябва да предвидят индивидуални такива ограничения, както и да посочат инвестиционните си цели.

²⁰ Закон за дружествата със специална инвестиционна цел, Обн. ДВ. бр.46 от 20 Май 2003г., посл. изм. и доп. ДВ. бр.65 от 7 Август 2018 г.

²¹ www.fsc.bg, 04.11.2018 г.

²² Как работят дружествата със специална инвестиционна цел https://www.capital.bg/vestnikut/emeen_kapital/2004/11/06/228674_kak_rabotiat_drujestvata_su_s_specialna_investicionna/, 04.11.2018 г.

АДСИЦ могат да ползват банкови заеми до 20% от стойността на имота, което означава, че те трябва да притежават останалите 80%, и да изплатят тези заеми в рамките на една година. Законодателството в България позволява на АДСИЦ да инвестират до 10% от своя капитал в ипотечни облигации. Не повече от 10% от активите им могат да бъдат инвестирани в компании за услуги.

Българското ДСИЦ е освободено от данък върху доходите по Закона за корпоративното подоходно облагане (ЗКПО). Разпределението на дивидентите на чуждестранните и местните лица подлежи на облагане с данък при източника. Не се разрешава дружеството да има повече от петдесет основатели. Най-малко 90% от нетните печалби трябва да бъдат разпределени на акционерите.

След като дружеството е учредено, най-малко 30% от акциите му трябва да са налични на Българска фондова борса. Освен това най-малко 30% от първоначалния капитал трябва да бъде записани от институционални инвеститори.

АДСИЦ се учредява на учредително събрание, на което присъстват всички лица, които записват акции. АДСИЦ не може нито да се реорганизира в друг вид дружество, нито да промени своя обхват на дейност. Учредителното събрание задължително приема решение за първоначално увеличаване на капитала със същия клас акции като записаните на учредителното събрание от момента, в който на дружеството бъде издаден лиценз от Комисията за финансов надзор (КФН). Увеличаването трябва да бъде в размер не по-малък от 30 на сто от капитала на дружеството. АДСИЦ е длъжно да уведоми КФН за вписването си в търговския регистър в 7-дневен срок. Акциите на АДСИЦ са безналични. Дружеството не може да издава привилегировани акции, даващи право на

повече от един глас. Законът забранява капиталът на АДСИЦ да бъде намаляван чрез принудително обезсилване на акции.

Управлението на активите на АДСИЦ се извършва с грижата на добър стопанин като се предпочита интересът на акционерите пред собствения и се поддържа оптимално съотношение между надеждност и доходност. АДСИЦ не може да обезпечава чужди задължения или да предоставя заеми. Дружеството може да емитира дългови ценни книжа, регистрирани за търговия на регулиран пазар, да взема банкови кредити за придобиване и въвеждане в експлоатация на активите за секюритизация, да взема банкови кредити в размер до 20 на сто от балансовата стойност на активите, които се използват за изплащане на лихви, ако кредитът е за срок не повече от 12 месеца.

Паричните средства и ценните книжа на дружеството се съхраняват в банка-депозитар. Банката-депозитар извършва всички плащания за сметка на дружеството при спазване на условията, предвидени в неговия устав и проспект за публично предлагане на ценни книжа. Банката-депозитар не може да бъде кредитор или гарант на АДСИЦ, освен за вземанията си по договора за депозитарни услуги. Банката-депозитар отчита отделно паричните средства и други активи на АДСИЦ и отделя непаричните активи на АДСИЦ от собствените си активи. Депозитарят не отговаря за задълженията си към своите кредитори с паричните средства, които дължи на АДСИЦ. При изпълнение на задълженията си банката-депозитар се ръководи само от интересите на акционерите в АДСИЦ.

Преди придобиване на недвижими имоти и вземания АДСИЦ възлага оценяването им на оценители с квалификация и опит в тази област, които отговарят на изискванията на закона. Притежаваните от АДСИЦ инвестиционни имоти или вземания се оценяват в края на всяка финансова

година или при настъпване на промяна с повече от 5 % в индекса на цените на инвестиционните имоти или в индекса на инфлация, определен от Национален статистически институт. Оценка се представят във финансовите отчети на АДСИЦ в съответствие с изискванията на счетоводното законодателство.

АДСИЦ възлага на едно или повече търговски дружества, разполагащи с необходимите организация и ресурси (обслужващо дружество), обслужването и поддържането на придобитите недвижими имоти, извършването на строежи и подобрения, съответно обслужването на придобитите вземания, воденето и съхраняването на счетоводна и друга отчетност и кореспонденция, както и извършването на други необходими дейности. Това са функции на т. нар. пропърти мениджъри и обикновено възнаграждението им е процент от наемите и/или стойността на строителството. Законът позволява на АДСИЦ да инвестира до 10 % от капитала си в обслужващото дружество.

„Българска фондова борса – София” АД от 3 септември 2007 г. стартира самостоятелен индекс BG REIT²³, базиран на изменението в цените на 11 от най-големите и ликвидни дружества със специална инвестиционна цел, инвестиращи в инвестиционни имоти, с обща пазарна капитализация над 500 милиона лева. Вложението в АДСИЦ е добре защитено заради публичния статут на тези дружества и относителната им прозрачност. Фондовете са задължени да публикуват периодично актуализирани проспекти за направените до момента инвестиции и бъдещите намерения и са контролирани от КФН. Всеки акционер може свободно да проверява финансовите отчети на тези дружества и да анализира развитието на вложението си.

²³ <http://www.bse-sofia.bg/?page=SPVsMarketStatistics>, 07.11.2018 г.

През 2011 г. в България е регистрирана "Асоциация на дружествата със специална инвестиционна цел" (АДСИЦ/SIPCA). Асоциацията е представителна организация на дружествата, получили лиценз по ЗДСИЦ. Ръководството на Асоциацията се състои от петчленен управителен съвет.

От момента на влизане в сила на ЗДСИЦ, в началото на 2004 г., до края на м. септември 2018 г. общият брой на лицензираните от КФН ДСИЦ е 69.

Използвана литература:

Нормативна литература:

1. Закон за дружествата със специална инвестиционна цел
2. Търговски закон
3. Закон за корпоративно подоходно облагане
4. Директива 2004/39/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 година относно пазарите на финансови инструменти, за изменение на Директиви 85/611/ЕИО и 93/6/ЕИО на Съвета и Директива 2000/12/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и за отмяна на Директива 93/22/ЕИО на Съвета

Литературни източници:

1. Brown, D., Investment fund vehicles for pan-European real estate: a technical and commercial review, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1002/bref.77>
2. Ebrahim, S., On the efficiency of the upreit organizational form: implications for the subprime crisis and CDO's
https://www.fordham.edu/download/downloads/id/3453/upreit_fordham_9_11pdf.pdf

Интернет сайтове:

1. <http://www.parliament.bg>
2. <http://www.bse-sofia.bg>
3. www.fsc.bg
4. <https://www.capital.bg>
5. <http://deutsche-boerse.com>
6. <http://reitinfo.com>
7. www.reit.com
8. <http://www.nortonrosefulbright.com>
9. <https://www.sec.gov>
10. <https://www.iosco.org>
11. <https://www.pwc.com>
12. <https://thereitway.com>
13. <http://www.haas.berkeley.edu>
14. <https://www.broadstone.com>