

ОСОБЕНОСТИ НА ДРУЖЕСТВАТА СЪС СПЕЦИАЛНА ИНВЕСТИЦИОННА ЦЕЛ СЕКЮРИТИЗИРАЩИ НЕДВИЖИМИ ИМОТИ

Марин Гълъбов

CHARACTERISTICS OF SPECIAL PURPOSE VEHICLES SECURITIZING REAL ESTATES

Marin Galabov

Abstract: *This report presents and analyses the characteristics of special purpose vehicles securitizing real estates, i.e. selling their own securities and investing the proceeds from such sales in real estates. These vehicles are relatively new economic entities in Bulgaria. They are the only companies obligated to make investments in real estates by law. Similar companies operate in USA, Great Britain and other countries. The purpose is to ensure inflow of free cash of individuals and legal entities to the economic turnover and its investment in real estates. On the other hand, real estates may be provided for use under rental or lease conditions or lease or management contracts, which enables their owners to generate revenues. The Law on Special Purpose Vehicles requires from these companies to allocate at least 90% of their profits for the particular financial year that are formed in a specific manner.*

Key words: Special purpose vehicles, securitization, rent, lease, real estate management contract

Въведение

В доклада се представят и анализират особеностите на акционерните дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), които секюритизират недвижими имоти, т.е. продават свои ценни книжа като паричните средства, които постъпват от тези продажби са влагат в недвижими имоти. Тези дружества са сравнително нови за нашата стопанска действителност организации. Това са единствените структури, които са законово задължени да инвестират в недвижими имоти. Подобни компании има в САЩ, Великобритания и др. Идеята е в стопанския оборот да влязат парични средства на лица с малки спестявания като тези парични средства се влагат в недвижими имоти. Имотите пък може да се предоставят за ползване по различни начини - под наем, аренда, по лизингов договор или договор за тяхното управление. Съответно това представяне за ползване дава възможност на дружество-то, което ги притежава да реализира доходи. А за поддръжката и експлоатацията на имотите се осъществява от едно или повече обслужващи дружества.

1. Възникване на АДСИЦ, секюритизиращи недвижими имоти. АДСИЦ – посредници между инвеститори и недвижими имоти

На 31 юли 2002 г. в 39-тото Народно събрание е внесен законопроект за приемане на Закон за дружествата със специална инвестиционна цел (Закон за ДСИЦ). Неговите вносители са народните пред-

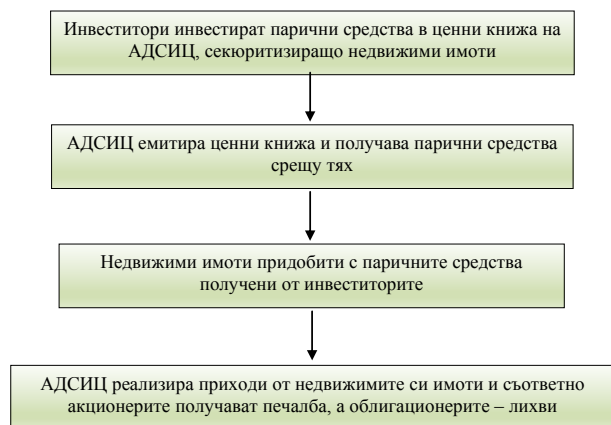
ставители Мирослав Севлиевски и Ралица Агайн. Законът е приет от Народното събрание на 7 май 2003 г. и е обнародван в бр. 46 на Държавен вестник от 20 май 2003 г. Важно е да се отбележи, че към момента на обсъждането на българския закон в законодателствата на трите водещи европейски държави – Германия, Франция и Великобритания, няма уредба на подобен тип дружества. Във Франция уредбата на дружества, които са сходни на българските АДСИЦ, се въвежда през същата 2003 г. Дружества подобни на АДСИЦ, във Великобритания и Германия са уредени през 2007 г., а в Холандия, Белгия и САЩ възникват съответно през 1969 г. и 1995 г. и 1960 г.

Идеята за създаването на закона се основава на предположението, че ще има в бъдеще бурното развитие на пазара на недвижими имоти и съответно е възможно да се създадат дружества, които да влагат парични средства получени от продажби на ценни книжа в такива имоти, след което имотите да се ползват по определени начини. Предоставянето им за ползване ще носи доходи на дружествата, което пък е в интерес на акционерите, тъй като поне 90 на сто от печалбата на дружествата за финансовата година, която се формира по определен начин се разпределя под формата на дивиденди. В крайна сметка свободни парични средства на физически и юридически лица се влагат в недвижими имоти, които пък се ползват от нуждаещи физически и юридически лица, а това носи дивиденди на вложителите.

Секюритизацията като процес, така както е уреден в Закона за ДСИЦ, се извършва на няколко

етапа. Най-напред се създава субекта (АДСИЦ), чрез който ще бъде извършена трансформацията на паричните средства в недвижими имоти. След това дружеството набира средства чрез издаване на емисии ценни книжа с една единствена цел – да придобие недвижими имоти (това е и неговата специална инвестиционна цел, която подлежи на детайлно описание в проспекта за публично предлагане на ценни книжа). Накрая с набраните средства се придобива активът (или активите), който ще генерира приходи, а посредством тях притежателите на книгата получават съответно печалба (акционерите) и лихви (облигационерите).

Всъщност дадено 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 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 нарича секюритизация, от английския термин „securities” – свободно търгуеми ценни книжа. Казаното илюстрираме със следната фигура:



Заб. Печалбата, реализирана от АДСИЦ се притежава от акционерите като част от собствения капитал. АДСИЦ предоставя лихви по емитираните от него облигации на техните притежатели.

Фиг.1. АДСИЦ като посредник между инвеститорите в ценни книжа емитирани от него и недвижимите имоти, които то придобива с паричните средства, получени от продажбите на тези ценни книжа

Разбира се, като казваме, че АДСИЦ е посредник това не бива да се разбира в буквалния смисъл на думата, тъй като все пак дружеството придобива имоти – те са активи, които то притежава. Посредничеството следва да се разбира в аспекта, който разгледахме.

2. Особенности на дружествата със специална инвестиционна цел, секюритизиращи недвижими имоти

В доклада разглеждаме редица особености на АДСИЦ, секюритизиращи недвижими имоти. Уточняваме, че са налице и АДСИЦ, секюритизиращи вземания, но не отделяме внимание по отношение на тях.

ДСИЦ третира придобитите недвижими имоти, които са предоставени за ползване, които предстои да бъдат дадени за ползване и които са в процес на изграждане с цел да бъдат дадени за ползване като инвестиционни имоти. Имотите, които са придобити с цел продажба, които са държани в хода на обичайната дейност с цел продажба и които са процес на изграждане с цел продажба не са инвестиционни имоти. Придобиването на недвижими имоти е специалната инвестиционна цел за дружествата, секюритизиращи недвижими имоти.

През 2018 г. настъпиха изменения в Закона за дружествата със специална инвестиционна цел – те бяха обнародвани в бр. 65 на „Държавен вестник“ от 7 август същата година. Едно от тях касае именно секюритизацията на недвижимите имоти. Става въпрос за чл. 4, ал. 7, ал. 8 и ал. 9. Поставя се изискването най-малко 70 на сто от активите на АДСИЦ, секюритизиращо недвижими имоти да са в резултат на дейността им по набиране на средства чрез издаването на ценни книжа и покупка на недвижими имоти и вещни права върху недвижими имоти, извършване на строежи и подобрения, с цел предоставянето им за управление, отдаване под наем, лизинг или аренда и продажбата им. Освен това се поставя и друго изискване, а именно най-малко 70 на сто от брутните приходи за съответната финансова година на АДСИЦ да са в резултат на дейността по предоставяне на недвижими имоти за ползване срещу съответни приходи. Посочените две изисквания следва да са изпълнени в срок до две години от издаването на лиценз на дружеството със специална инвестиционна цел за секюритизиране на недвижими имоти.

С тези изменения законодателят още по-категорично изисква от АДСИЦ, секюритизиращи недвижими имоти да се съсредоточат върху придобиването на имоти, които впоследствие ще носят приходи на дружеството.

Една от особеностите на ДСИЦ, е че законодателят чрез закона за ДСИЦ се е постарал да обезпечи стабилност при стартирането на тези дружества. Това може да се аргументира с изискванията посочени в закона, а именно, че АДСИЦ се учредяват с минимум 500 000 лв. капитал като при това поне 30 на сто от него трябва да принадлежи на институционални инвеститори. Освен това, още на учредителното събрание АДСИЦ 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 по финансов надзор за дейност на дружество със специална инвестиционна цел. И увеличаването трябва да бъде в размер не по-малък от 30 на сто от капитала на дружеството. Може да се добави и това, че дружеството до подаването на заявление за вписване в търговския регистър трябва да е с изцяло внесен капитал (вноските в капитала са само парични).

Кой са институционалните инвеститори, за които стана дума? В параграф 1, т. в от Допълнителните разпоредби на Закона за публичното предлагане на ценни книжа се посочва, че институционален инвеститор е банка, колективна инвестиционна схема, застрахователно дружество и др.

Друга особеност, е че акционерите на АДСИЦ с малки пакети акции т.е. дребните акционери се намират в привилегирована ситуация спрямо такива акционери на акционерни дружества, които напр. осъществяват производствена или търговска дейност. Защо? Защото в Закона за ДСИЦ и казано по-конкретно в чл. 10. ал.1 се посочва, че ”дружеството със специална инвестиционна цел разпределя като дивидент не по-малко от 90 на сто от печалбата за финансовата година, определена по реда на.....”. Следователно законодателят не дава възможност на акционерите с големи пакети акции да наложат своята позиция за разпределението на печалбата за разлика от ситуацията при други акционерни дружества, напр. промишлени или търговски.

Може още да се посочи, че АДСИЦ за разлика от други акционерни дружества е освободено

от корпоративен данък. Тук може да се цитира текстът на чл. 175 от Закона за корпоративното подоходно облагане, а именно „дружествата със специална инвестиционна цел по Закона за дружествата със специална инвестиционна цел не се облагат с корпоративен данък.” Освен това в съответствие със Закона за данъците върху доходите на физическите лица (чл. 46 ал. 3) такива лица, каквито са акционери на такова дружество плащат данък върху доходите от дивидентите, чиято данъчна ставка е 5 на 100, докато другите данъчни ставки (на други доходи) посочени в глава шеста от този закон са по-високи. Налага се изводът, че такива мерки като задължително разпределяне на поне 90 на сто от печалбата под формата дивиденти, отсъствието на корпоративен данък и данък върху доходите от дивиденти получавани от физическите лица със ставка от 5 на сто са мерки насочени към стимулирането на участието на дребни инвеститори в АДСИЦ. Може още да посочим, че е налице ограничение при учредяването на АДСИЦ в смисъл, че не повече от 50 лица могат да бъдат учредители (сред тях и институционални инвеститори), но няма ограничение на броя на акционерите на такова дружество след това по време на неговото функциониране.

Третата особеност, която може да се изтъкне, че законодателят е положил грижа за минимизиране на рисковете в дейността на дружеството. Какви са аргументите в тази насоки? Те са свързани с инвестирането на свободните средства, невъзможност за предоставяне на заеми и др.

В Закона за ДСИЦ се посочват няколко възможности за инвестиране свободните средства на тези дружества.

Едната от възможностите е свободните средства да се инвестират в ценни книжа, които са издадени или гарантирани от държавата и в банкови депозити, а това на практика това са съответно безрискови и малкорискови инвестиции (предвид стабилната банкова система у нас може да приемем, че инвестирането в банкови депозити е малкорискова инвестиция).

Налице са и други възможности за инвестиране на свободните средства. Дружеството, секюритизиращо недвижими имоти може да инвестира до 10 на сто от капитала си в обслужващо дружество. Освен това промени в Закона за дружествата със специална инвестиционна цел настъпили през 2018 г. дават възможност на дружество, секюритизиращо недвижими

имоти да инвестира до 30 на сто от активите си в специализирани дружества (на тях се спираме по-нататък), а така също такова дружество да може да инвестира до 10 на сто от активите си в други дружества със специална инвестиционна цел, секюритизиращи недвижими имоти.

Трета възможност се отнася само до тези дружества, които секюритизират недвижими имоти – те могат да закупят ипотечни облигации емитирани от търговските банки по Закона за ипотечните облигации като стойността им не бива да надхвърля 10 на сто от активите на тези дружества. Може да се каже, че тази инвестиция е с малък риск, тъй като ипотечните облигации емитирани от търговските банки са обезпечени с ипотечни кредити. Тук е мястото да посочим, че не бива да се бъркат ипотечните облигации емитирани от търговските банки по Закона за ипотечните облигации с облигациите обезпечени с ипотека емитирани от дружествата със специална инвестиционна цел секюритизиращи недвижими имоти. В чл. 3 от Закона за ипотечните облигации е посочено следното:

”Ценни книги, издадени не по реда на този закон, не могат да се наричат или да включват в наименованието си изрза "ипотечна облигация" или друго съчетание на тези думи.”

Към казаното относно минимизиране на рисковете в дейността на АДСИЦ може да добавим, че в тази насока е и записаното в чл. 21, ал. 1 и чл. 17, ал. 2 от Закона за ДСИЦ, а именно:

”Дружеството със специална инвестиционна цел не може да обезпечава чужди задължения или да предоставя заеми” (чл. 21, ал 1) и

”Членовете на съвета на директорите на дружество със специална инвестиционна цел са длъжни веднага след придобиването на недвижим имот да го застраховат” (чл. 17, ал. 2).

Като стремеж към минимизиране на рисковете в дейността на ДСИЦ може да посочим и още някои текстове в Закона за ДСИЦ. В чл.3, ал. 1 от този закон четем следното - ”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 и вземания)”. А в чл. 21. ал. 2, т. 2 от същия закон пък се казва дружеството може да взема банкови кредити за придобиване и въвеждане в експлоатация на активите за секюритизация;”. Следователно виж-

даме, че ДСИЦ е задължено да влага паричните средства набрани от издаването на ценни книжа и тези получени под формата на банкови заеми в недвижими имоти, а такива вложения по принцип предполагат голяма доза сигурност.

Друга особеност на ДСИЦ, е че трябва да сключи договори както следва – договор с едно или повече търговски дружества (обслужващо или обслужващи дружества) осъществяващи дейности по експлоатация и поддръжка на недвижимите имоти на ДСИЦ, договор с банката-депозитар и договор с един или повече експерти (оценител или оценители), които оценяват недвижими имоти преди да бъдат придобити или продадени от ДСИЦ.

АДСИЦ може да процедира по различни начини със своите имоти – да ги отдаде под аренда, под наем, а така също да сключи лизингови договори, чиито обекти са притежавани от него недвижими имоти и да сключи договори за управление на притежавани от него недвижимите имоти. Освен това, дружеството може да държи недвижими имоти с цел увеличаване на стойността на капитала, както и с цел краткосрочна продажба в хода на обичайната дейност. Налице е и възможността да се придобият недвижими имоти с цел продажба, както дружеството да притежава имоти в строеж с цел след като бъдат завършени да бъдат предоставени за ползване, а може целта да е продажбата им. Казано с други думи, портфейлът от недвижими имоти, с който разполагат ДСИЦ секюритизиращи недвижими имоти представлява една богата палитра от възможности за процедиране с тях.

Типично за АДСИЦ, секюритизиращи недвижими имоти (и това е една от техните особености) е да притежават инвестиционни имоти.

Какво представляват тези имоти? ”Инвестиционен имот е имотът (земя или сграда или части от сграда, или и двете), държан (от собственика или лизингополучателя по финансов лизинг) по-скоро за получаване на приходи от наем или за увеличаване на стойността на капитала, или и за двете, отколкото

а) използване при производството или доставката на стоки или услуги или за административни цели;

б) продажба в рамките на обичайната икономическа дейност”.

Това определение за инвестиционен имот присъства в Международен счетоводен стандарт 40 Инвестиционни имоти (уточняваме, че засега

АДСИЦ прилагат Международните счетоводни стандарти). Както се вижда инвестиционните имоти носят приходи от наем на дружеството-лизингодател, а и има възможност да увеличат собствения капитал на дружеството чрез последващи оценки, при които да се формира резерв, който се записва в рамките на собствения капитал.

Инвестиционните имоти на едно АДСИЦ носят приходи от наеми, когато са обекти на договори за наем. Те носят приходи когато са обекти на договори за аренда (приходи от арендни плащания), договори за лизинг (приходи от лизингови възнаграждения) и договори за управление на недвижими имоти (приходи по договори за управление).

Недвижимите имоти на дружеството държани с цел краткосрочна продажба не са инвестиционни имоти, но е възможно дружеството да реализира печалба от тяхната продажба ако ги продаде на цена по-висока от сборът от тяхната балансова стойност и разходите свързани с продажбата им.

През 2018 г. настъпиха изменения в Закона за дружествата със специална инвестиционна цел. Едно от тези изменения касае специализираното дружество с изключителен предмет на дейност. За какво става въпрос? Дружество със специална инвестиционна цел за секюритизиране на недвижими имоти може да участва в учредяването или в придобиването на дялове или акции от капитала на търговско дружество (специализирано дружество), чийто изключителен предмет на дейност е придобиване на недвижими имоти и вещни права върху недвижими имоти, извършване на строежи и подобрения, с цел предоставяването им за управление, отдаване под наем, лизинг или аренда и продажбата им, при условие, че дружеството със специална инвестиционна цел упражнява контрол върху специализираното дружество по смисъла на § 1, т. 14 от допълнителните разпоредби на Закона за публичното предлагане на ценни книжа.

Специализираното дружество не може да участва в учредяването или придобиването на дялове или акции от капитала на други дружества.

Дяловете, съответно акциите от капитала на специализираното дружество, могат да бъдат

притежавани само от дружества със специална инвестиционна цел за секюритизиране на недвижими имоти.

Специализираното дружество може да бъде със седалище в България или в друга държава членка на Европейското икономическо пространство (ЕИП). То обхваща страните-членки на Европейския съюз и Исландия, Лихтенщайн и Норвегия.

Специализираното дружество може да придобива недвижими имоти на територията на България или на територията на друга държава членка на ЕИП.

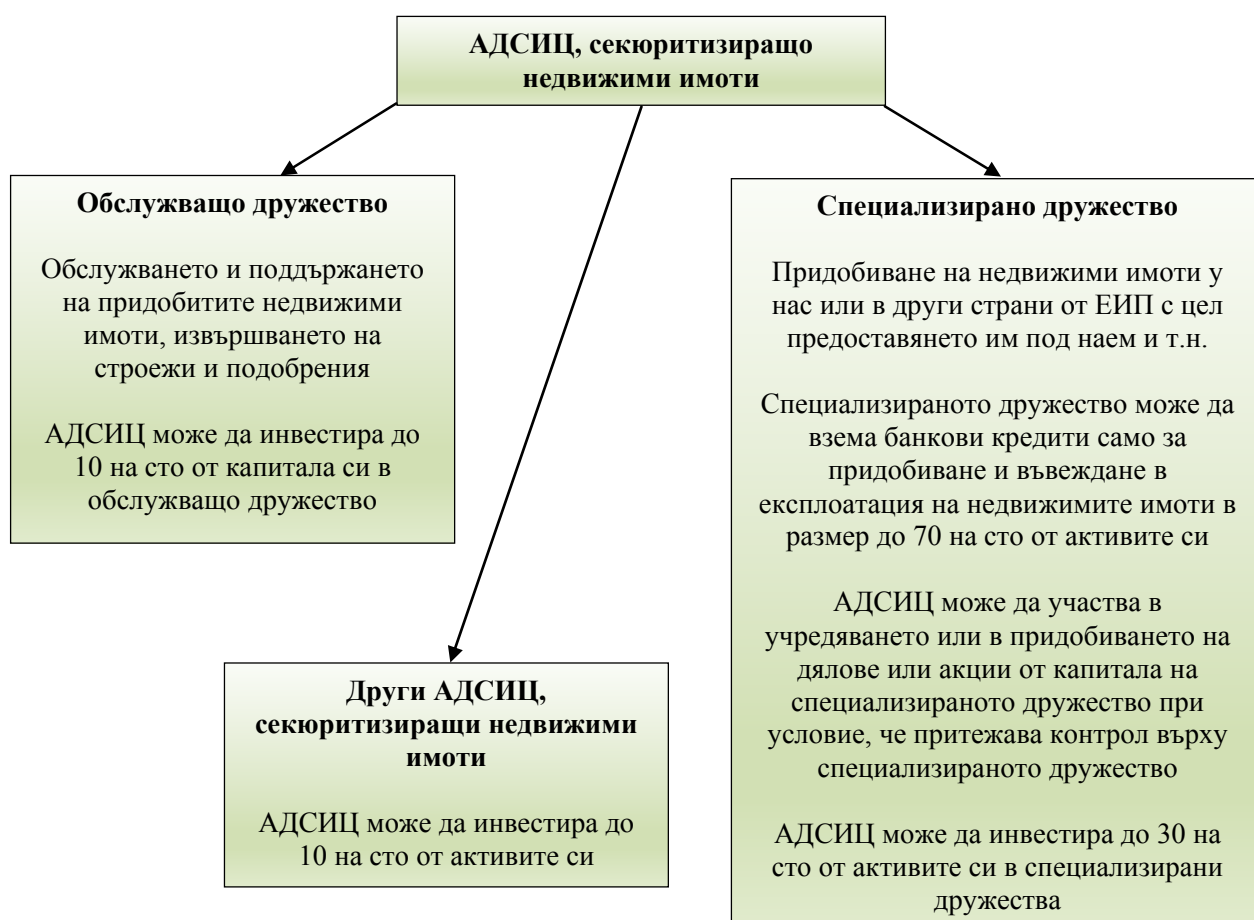
В случаите, когато недвижимите имоти, които придобива специализираното дружество, се намират на територията на друга държава членка на ЕИП, за оценките на тези имоти се прилагат международни стандарти за оценяване.

Специализираното дружество може да взема банкови кредити само за придобиване и въвеждане в експлоатация на недвижимите имоти в размер до 70 на сто от активите си.

Участието на АДСИЦ в специализирано дружество може да донесе дивиденди при разпределението на печалбата на специализираното дружество. Освен това ако специализираното дружество е акционерно, тогава съответното АДСИЦ може да реализира капиталова печалба от продажбата на акции (разликата между по-високата продажна цена и по-ниската цена на придобиване на акциите на специализираното дружество). Наличието на специализирани дружества дава възможност на редица дребни инвеститори да използват свободните си средства като ги вкарват в стопанския оборот и по-конкретно казано да ги инвестират в акции на такива дружества, което може да им донесе дивиденди, а така също и капиталова печалба.

Посочихме, че специализираното дружество може да придобива недвижими имоти в ЕИП. Известно е, че напр. наемите в редица страни членки на ЕИП са много по-големи от тези у нас и това е предпоставка за реализиране на значителни приходи от наеми, а оттук и за значителна печалба на специализираните дружества.

Може да илюстрираме връзките на едно АДСИЦ секюритизиращо недвижими имоти с други дружества така:



Фиг. 2. Връзки между АДСИЦ, секюритизиращо недвижими имоти с други дружества

Заклучение

У нас функционират около 50 дружества, които секюритизират недвижими имоти. Редица от тях притежават десетки имоти, които са предоставили за ползване и съответно тези имоти носят приходи. Тези дружества се допълват от нови за нашата действителност стопански структури каквито са специализираните дружества с изключителен предмет на дейност, които са ангажирани с придобиване на недвижими имоти у нас и в останалите страни-членки на ЕС. Когато недвижимите имоти придобити от специализираното дружество, се намират на територията на друга държава членка на ЕИП, за оценките на тези имоти се прилагат международни стандарти за оценяване, т.е. стандартите, приети от Съвета за международни стандарти за оценяване, Лондон, Обединеното кралство.

Очевидно е, че законодателят отделя много голямо внимание на възможностите за придобиване на недвижими имоти, тъй като се счита, че

тези инвестиции са доста сигурни, а и придобиването на такива имоти е предпоставка за развитие на такъв значим за нашата икономика сектор какъвто е сектор „Строителство“. Развитие то пък на този сектор допринася за успешното функциониране на множество фирмодоставчици за този сектор.

Освен това по-специално придобиването на земеделска земя от дружествата, секюритизиращи недвижими имоти пък е предпоставка за развитието на селското стопанство у нас.

Литература

При изготвянето на статията са ползвани правно-информационни продукти на „Сиела Норма“ АД.

Assoc. Prof. Marin Galabov PhD
UNWE, “Real Estate Property” Department
Sofia 1700, 1 “8-mi dekemvri” Str., cab. 1093
E-mail: marin_galabov@dir.bg
unwe21@gmail.com