

Монографична библиотека „Знание и бизнес“, книга 24  
Monographic library “Knowledge and business”, book 24

---

Иван Йовчев / Ivan Yovchev

---

**СЕКЮРИТИЗАЦИЯ НА НЕДВИЖИМА СОБСТВЕНОСТ ЧРЕЗ  
ДРУЖЕСТВА СЪС СПЕЦИАЛНА ИНВЕСТИЦИОННА ЦЕЛ**

**REAL ESTATE SECURITIZATION THROUGH COMPANIES  
WITH SPECIFIC INVESTMENT PURPOSE**

2024

Издателство „Знание и бизнес“, Варна  
Publishing house “Knowledge and business” Varna

This book or any part of it may not be copied or distributed electronically without the written permission of the author.

© Ivan Yovchev, author, 2024.

© Publishing house “Knowledge and business”, 2024.

This monograph is indexed in RePEc.

<https://econpapers.repec.org/bookchap/kabmonogr/24.htm>

ISBN 978-619-210-076-6

Рецензенти:

1. Проф. д-р ик. н. Цветан Йончев

2. Доц. д-р Иван Желев

### **Editorial board “Knowledge and business”**

Prof. PhD Petko Shterev Iliev – Head editor, University of Economics Varna, Bulgaria

Assoc. Prof. PhD Svetlozar Dimitrov Stefanov – Deputy Head editor, University of Economics Varna, Bulgaria

Prof. PhD Julian Andreev Vasilev – Deputy Head editor, University of Economics Varna, Bulgaria

Assoc. Prof. PhD Anastasia Stefanova Konduktorova – Scientific Secretary, University of Economics Varna, Bulgaria

Prof. PhD Marin Todorov Neshkov, University of Economics Varna, Bulgaria

Assoc. Prof. DrSc. Pavel Stoyanov Petrov, University of Economics Varna, Bulgaria

Assoc. Prof. PhD Sabka Dimitrova Pashova, University of Economics Varna, Bulgaria

Assoc. Prof. PhD Desislava Borislavova Serafimova, University of Economics Varna, Bulgaria

Chief Assistant Prof. PhD Todor Kostadinov Dyankov, University of Economics Varna, Bulgaria

Chief Assistant Prof. PhD Mariana Kaneva, University of Economics Varna, Bulgaria

Prof. PhD Zdzislaw Polkowski, Uczelnia Jana Wyżykowskiego, Polkowice, Poland

Prof. PhD Stefan Bojnec, University of Primorska, Koper, Slovenia

Prof. PhD Young Moon, Syracuse University, Institute for Manufacturing Enterprises, USA

Prof. PhD Rajesh Khajuria, Gujarat Technological University, Ahmedabad, India

Dr. Amin Parag, SIES Colleague of Management Studies, Navi Mumbai, India

Prof. Dr Eduard Stoica, Lucian Blaga University, Sibiu

Assoc. Prof. Dr. Boycho Boychev, Veliko Turnovo University

# СЕКЮРИТИЗАЦИЯ НА НЕДВИЖИМА СОБСТВЕНОСТ ЧРЕЗ ДРУЖЕСТВА СЪС СПЕЦИАЛНА ИНВЕСТИЦИОННА ЦЕЛ

Иван Йовчев<sup>1</sup>

<sup>1</sup>University of Economics, Varna, Bulgaria  
[yovchev@ue-varna.bg](mailto:yovchev@ue-varna.bg)

## Резюме

**Обект на настоящото изследване** са инвестициите в недвижима собственост. **Предмет на изследване** е инвестирането на парични средства, набрани чрез публично предлагане на ценни книжа, в недвижима собственост. Този процес се обозначава още като секюритизация на недвижими имоти, която по смисъла на българското законодателство може да се извършва само от дружества със специална инвестиционна цел (ДСИЦ). **Основната цел** на автора е аналитичното изследване на теоретико-приложните аспекти на секюритизацията на недвижима собственост чрез ДСИЦ, за да се разкрият перспективите за развитие пред тези дружества у нас, и се обоснове необходимостта от усъвършенстване на секюритизацията в България чрез подобряване на нейната методическа и законодателна основа.

За реализиране на поставената цел, са решени следните научноизследователски задачи:

1. Разгледана е в теоретико-приложен план икономическата същност на секюритизацията на недвижима собственост и връзката ѝ с развитието на икономиката и капиталовия пазар.

2. Изследвани са възникването и развитието на ДСИЦ в световен мащаб и икономическите, и правно-организационните предпоставки за възникване на ДСИЦ за недвижими имоти у нас.

3. Анализирани са състоянието, перспективите и проблемите пред ДСИЦ в България.

4. Формулирани са изводи и препоръки за усъвършенстване на секюритизацията в България чрез подобряване на нейната методическа и законодателна основа.

В изследването могат да се открият следните по-важни приноси моменти с научен и научно-приложен характер:

1. Осъществено е теоретично изясняване и осмисляне на секюритизацията на недвижима собственост в контекста на дейността на ДСИЦ и са очертани перспективите за нейното развитие и усъвършенстване. Върху тази основа са изведени открояващите връзки между развитието на ДСИЦ, пазара на недвижима собственост и капиталовия пазар.

2. Представена е позицията на автора относно развитието и глобализацията на ДСИЦ (REITs), доказваща тяхната роля за по-ефективното функциониране на пазара на недвижима собственост и на капиталовия пазар. Изведени са предимствата на ДСИЦ като колективна инвестиционна схема в недвижимата собственост.

3. В изследването се подлагат на аналитична оценка икономическите и правно-организационните предпоставки за развитие на ДСИЦ в България, като са изведени констатирани трудности в тяхната дейност.

4. Анализирани са и са оценени в критичен план състоянието, инвестиционните програми и финансовото състояние на лицензираните ДСИЦ в периода 2004 - юли 2005 г.

5. Адаптирани са известни методи за оптимизиране измерването на финансовото състояние на предприятията посредством обобщаващ показател към ДСИЦ и публичните дружества. Изведени са подходи за подобряване на информационното осигуряване на публичните дружества, което води до подобряване на корпоративното управление.

6. Формулирани са конкретни предложения за промяна на действащи нормативни актове (ЗППЦК, ЗНИ и др.) с цел въвеждане на обобщаващи показатели в практиката и повишаване ефективността на инвестиционната дейност на ДСИЦ.

**Ключови думи:** Секюритизация, недвижима собственост, дружества със специална инвестиционна цел, пазар на недвижима собственост, правно-организационни основи и изисквания към дейността на ДСИЦ, инвестиционни програми и финансово състояние на ДСИЦ, добро корпоративно управление, разкриване на информация, оптимизиране измерването на финансовото състояние на ДСИЦ чрез обобщаващ показател.

# REAL ESTATE SECURITIZATION THROUGH COMPANIES WITH SPECIFIC INVESTMENT PURPOSE

Ivan Yovchev<sup>1</sup>

<sup>1</sup>University of Economics, Varna, Bulgaria

[yovchev@ue-varna.bg](mailto:yovchev@ue-varna.bg)

**The subject of this study** is investment in real estate. **The subject of research** is the investment of money raised through public offering of securities in real estate. This process is also referred to as the securitization of real estate, which within the meaning of the Bulgarian legislation can be carried out only by special purpose vehicles (SPEs). **The main objective** of the author is the analytical study of the theoretical-applied aspects of the securitization of real estate through the SPE, to reveal the prospects for the development of these companies in Bulgaria, and justify the need to improve securitization in Bulgaria by improving its methodological and legislative basis.

To achieve the goal, the following research tasks have been solved:

1. The economic essence of the securitization of real estate and its relationship with the development of the economy and the capital market is discussed from a theoretical-applied perspective.

2. The emergence and development of SPE worldwide and the economic legal and organizational prerequisites for the emergence of SPE for real estate in Bulgaria are studied.

3. The status, prospects, and problems of SPE in Bulgaria are analyzed.

4. Conclusions and recommendations for improving securitization in Bulgaria by improving its methodological and legislative basis are formulated.

The following important contribution points of scientific and scientifically applied nature can be highlighted in the study:

1. A theoretical clarification and rationalization of the securitization of immovable property in the context of the SPE's activities has been carried out and the prospects for its development and improvement are outlined. On this basis, the distinctive links between the development of the SPE, the real estate market, and the capital market are outlined.

2. The author's position on the development and globalization of SPEs (REITs) is presented, demonstrating their role in the more efficient functioning of the real estate market and the capital market. The advantages of the SPE as a collective investment scheme in real estate are outlined.

3. The study examines the economic legal and organizational prerequisites for the development of SPEs in Bulgaria and identifies identified difficulties in their activities.

4. The status, investment programs, and financial situation of licensed SPEs in the period 2004 - July 2005 have been analyzed and critically evaluated.

5. Known methods have been adapted to optimize the measurement of the financial situation of enterprises through a summary indicator to SPE and public companies. Approaches to improve the information provision of public companies are outlined, which leads to improved corporate governance.

6. Specific proposals for changing existing regulations (POSA, IPA, etc.) are formulated to introduce summary indicators in practice and increase the effectiveness of the investment activities of SPE.

**Keywords:** Securitization, real estate, special purpose vehicles, real estate market, legal and organizational foundations and requirements for the activities of SPE, investment programs and financial condition of SPE, good corporate governance, disclosure of

information, optimization of the measurement of the financial position of SPE through a summary indicator.

## Съдържание

Използвани съкращения.....	11
Увод.....	12
Глава първа Теоретико-приложни аспекти на секюритизацията и недвижимата собственост.....	15
1.1 Икономическа същност и съдържание на секюритизацията на недвижимата собственост.....	15
1.1.1. Недвижима собственост.....	15
1.1.1.1. Въведение в проблематиката.....	15
1.1.1.2. Разговорната реч.....	16
1.1.1.3. Правната доктрина и нормативните актове, в т.ч. областта на счетоводството (официално-деловия стил).....	17
1.1.1.4. Научният стил.....	21
1.1.2. Секюритизация на недвижимата собственост.....	24
1.1.2.1. Възникване, същност и основни видове секюритизация.....	24
1.1.2.2. Секюритизацията в България – секюритизация на недвижимата собственост чрез ДСИЦ.....	27
1.2 Дружества със специална инвестиционна цел – нов субект на пазара на недвижимата собственост.....	34
1.2.1. Дружества със специална инвестиционна цел и тяхната роля за развитието на икономиката.....	34
1.2.1.1. Същност на ДСИЦ, възникване и развитие, основни характеристики при инвестирането в тях.....	34
1.2.1.2. Роля на ДСИЦ за развитието на икономиката и капиталовите пазари.....	43
1.2.2. Развитие на дружествата със специална инвестиционна цел в иотделни държави и региони.....	44
1.2.2.1. Дружествата със специална инвестиционна цел в САЩ.....	44
1.2.2.2. Дружествата със специална инвестиционна цел в страните от Европейския съюз.....	47
1.2.2.3. Дружества със специална инвестиционна цел в някои други страни.....	49
Глава втора Състояние на дружествата със специална инвестиционна цел в България.....	54
2.1 Пазарът за недвижимата собственост като предпоставка за развитието на ДСИЦ.....	54
2.1.1. Основни фактори, състояние и тенденции в развитието на пазара на недвижимата собственост.....	54
2.1.1.1. Общи тенденции през призмата на основните системни и секторни рискове (фактори).....	54
2.1.1.2. Детайлизирано представяне на различните фактори на търсенето и предлагането върху пазара на недвижимата собственост.....	58

2.1.2. Аспекти от развитието на отделните сегменти на пазара на недвижима собственост.....	64
2.1.2.1. Жилищна недвижима собственост.....	64
2.1.2.2. Офис, търговски и индустриални (бизнес) площи.....	67
2.1.2.3. Земеделска земя и поземлени имоти за строителство.....	70
2.2. Правно-организационни основи и изисквания към дейността на ДСИЦ .....	72
2.2.1. Правно-организационни основи.....	72
2.2.2. Основни изисквания към дейността на ДСИЦ.....	73
2.3.    Инвестиционни програми и финансово състояние на ДСИЦ.....	76
2.3.1. Лицензирани ДСИЦ за периода 2004 – юли 2005 г.....	76
2.3.2. Характеристика на инвестиционните програми на ДСИЦ .....	80
2.3.3. Финансовото състояние на ДСИЦ .....	82
2.3.3.1. Финансово състояние, съгласно проспектите на дружествата.....	82
2.3.3.2. Финансово състояние, измерено на базата на ГФО.....	86
Глава трета Перспективи и възможности за усъвършенстване на секюритизацията в България.....	91
3.1    Основни перспективи и проблеми за развитие на ДСИЦ.....	91
3.1.1. Перспективи за развитие на ДСИЦ.....	91
3.1.2. Основни проблеми пред ДСИЦ.....	92
3.1.3. Влияние на капиталовия пазар върху развитието на ДСИЦ .....	97
3.1.3.1. Секюритизацията на недвижима собственост като опростен баланс .....	97
на предприятие.....	97
3.1.3.2. Секюритизацията на недвижима собственост и развитието на капиталовия пазар в България.....	99
3.1.3.3. Развитие на измерването на финансовото състояние на предприятията.....	102
3.2    Доброто корпоративно управление в ДСИЦ като предпоставка за усъвършенстване на секюритизацията .....	105
3.2.1. Разкриването на информация – основна характеристика на доброто корпоративно управление.....	105
3.2.2. Оптимизиране измерването на финансовото състояние на ДСИЦ чрез обобщаващ показател .....	109
3.2.2.1. Същност на обобщаващите показатели за измерване на ФСП.....	109
3.2.2.2. Финансово състояние на дружествата от SOFIX и на ДСИЦ, измерено чрез обобщаващ показател.....	113
3.2.2.3. Връзка на обобщаващите показатели с въвеждането на рейтингови системи в България.....	120
3.3. Методически и законодателни аспекти на усъвършенстване на секюритизацията .....	123

3.3.1. Подобряване на системата от показатели за оценка на финансовото състояние на ДСИЦ.....	123
3.3.2. Предложения за промени в действащи нормативни актове и за приемане на нови	125
З а к л ю ч е н и е.....	129
И з п о л з в а н а л и т е р а т у р а.....	132
П р и л о ж е н и я.....	137

## И з п о л з в а н и с ъ к р а щ е н и я

АД	- Акционерно дружество
АДСИЦ	- Акционерно дружество със специална инвестиционна цел
БККУ	- Бяла книга за корпоративно управление в Югоизточна Европа
БФБ-София	- “Българска фондова борса – София” АД
ГФО	- Годишен финансов отчет
ДВ	- Държавен вестник
ДСИЦ	- Дружество със специална инвестиционна цел
ЕС	- Европейски съюз
ЗДСИЦ	- Закон за дружествата със специална инвестиционна цел
ЗКПО	- Закон за корпоративното подоходно облагане
ЗСч	- Закон за счетоводството
ЗКФН	- Закон за Комисията за финансов надзор
ЗНИ	- Закон за насърчаване на инвестициите
ЗППЦК	- Закон за публичното предлагане на ценни книжа
КФН	- Комисия за финансов надзор
МСС	- Международен счетоводен стандарт (и)
НПИР	- Национален план за икономическо развитие
НСИ	- Национален статистически институт
НСНИ	- Национално сдружение “Недвижими имоти”
ОИСР	- Организация за икономическо сътрудничество и развитие
ОП	- Обобщаващ показател
ПД	- Публично дружество
ПМС	- Постановление на Министерския съвет
ТЗ	- Търговски закон
ФСП	- Финансово състояние на предприятието
ЦИЕ	- Централна и Източна Европа
NAREIT	- Национална агенция на САЩ за дружествата със специална инвестиционна цел
REIT(s)	- Дружество/а със специална инвестиционна цел

## Увод

Инвестициите в реални активи и най-вече в недвижима собственост винаги са се отличавали с изключителна актуалност и значение за икономическата теория и практика. Това се дължи на факта, че тяхната ефективност е предпоставка за развитието на отделните предприятия, на икономиката на дадена държава като цяло, в т.ч. на нейния финансов сектор и за формиране на доходите на домакинствата.

Както при всеки друг вид инвестиции и при инвестициите в недвижима собственост е налице очакване за получаване на доходи (възвръщаемост) и риск за инвеститора. Характерно за тези инвестиции обаче е, че те са свързани с придобиване на трудноликвидни активи, а цената им е значителна, поради което по-малките инвеститори трудно могат да се включат в този инвестиционен процес.

В световната практика посочените проблеми се решават чрез изграждането на колективни схеми за инвестиране и секюритизация на недвижимата собственост, осъществявани чрез специални дружества, известни в повечето държави като Real Estate Investment Trusts – REITs. В България през май 2003 г. бяха регламентирани аналози на тези компании, наречени дружества със специална инвестиционна цел (ДСИЦ) – по същество най-новите емитенти на ценни книжа в България, на които се възлагат сериозни надежди за цялостно развитие на икономиката и на капиталовия пазар. Като колективни инвестиционни схеми тези дружества, както и тяхното теоретично изследване, са новост за икономическата наука и практика, а за изясняването на въпросите около същността им безспорно актуален е и проблемът за изискванията за добро корпоративно управление, въведени по отношение на публичните дружества.

Значимостта на секюритизацията на недвижима собственост чрез ДСИЦ все повече нараства и определя от<sup>1</sup>:

а) нуждата от създаване на ефективен и надежден инструмент за окрупняване на българските капитали и създаване на възможности за хора от средната класа, както и представители на малкия и средния бизнес да участват във стойностни и доходоносни проекти в сферата на строителството и недвижимата собственост,

б) недостатъчната капитализация на българския капиталов пазар, който не предоставя достатъчно възможности за инвестиции в български дружества;

в) защита на интересите на дребните вложители;

г) откриването на нови възможности българските пари да се влагат в български проекти на българска територия и с тях да се създават реални блага за българите;

д) създаването на допълнителни възможности българските институционални инвеститори да инвестират при висока равнище на обезпеченост и възможност за диверсификация на портфейла;

е) съчетаването на инструментите за колективно инвестиране със секюритизацията, която осигурява достъп на дребни вложители до мащабни и рентабилни инвестиции, като едновременно с това им гарантира лесно осребряване на техните инвестиции.

Стремежът на страната ни е да изравни нивото на социално-икономическо развитие с това на по-напредналите страни. Социално-икономическо развитие е най-важният елемент при присъединяването ни към ЕС. Въпросите за конкурентоспособността и икономическия растеж са пряко свързани с ефективното въвеждане на добро корпоративно управление, респективно – с публичните дружества

---

<sup>1</sup> Вж. Мотиви към Проект за Закон за дружествата със специална инвестиционна цел.  
<http://www.parliament.bg/bills/39/254-01-72.pdf>.

и ДСИЦ, и тяхното финансово състояние. Секюритизацията на недвижима собственост чрез ДСИЦ е предпоставка за развитието на капиталовия пазар. Същевременно ДСИЦ зависят от състоянието и перспективите на този пазар. Развитието на секюритизацията може да бъде затруднено, ако капиталовият пазар не изпълнява функциите си на ефективен финансов посредник, защото в този случай ДСИЦ не биха могли да осъществят инвестиционните си програми. В този смисъл се застъпва становището, че инвеститорският интерес и ликвидността на фондовата борса биха се подобрили, ако постъпващата от ДСИЦ финансова информация се обработва и предоставя на масовите инвеститори по достъпен и лесен начин.

Обект на настоящото изследване са инвестициите в недвижима собственост.

Предмет е инвестирането на парични средства, набрани чрез публично предлагане на ценни книжа, в недвижима собственост. Този процес се обозначава още като секюритизация на недвижими имоти, която по смисъла на българското законодателство може да се извършва само от ДСИЦ.

Основната цел на настоящата разработка е аналитичното изследване на теоретико-приложните аспекти на секюритизацията на недвижима собственост чрез ДСИЦ, за да се разкрият перспективите за развитие пред тези дружества у нас, и се обоснове необходимостта от усъвършенстване на секюритизацията в България чрез подобряване на нейната методическа и законодателна основа.

Така формулираната основна цел предполага разрешаването на следните по-важни задачи:

Първо. Разглеждане в теоретико-приложен план на икономическата същност на секюритизацията на недвижима собственост и връзката ѝ с развитието на икономиката и капиталовия пазар.

Второ. Да се проследи възникването и развитието на ДСИЦ в световен мащаб и икономическите, и правно-организационните предпоставки за възникване на ДСИЦ за недвижими имоти у нас.

Трето. Да се разгледа състоянието, перспективите и проблемите пред ДСИЦ в България.

Четвърто. Формулиране на изводи и препоръки за усъвършенстване на секюритизацията в България чрез подобряване на нейната методическа и законодателна основа.

Логиката на изложението следва посочените задачи, като в рамките на разработката се използват най-вече сравнителният и статистико-математическият метод за изследване. Редица изводи са направени чрез използване на методите на индукцията и дедукцията – главно при ролята и мястото на ДСИЦ и при обобщаващия показател за измерване на финансовото състояние на дружествата, който се предлага да бъде въведен. Изясняването на същността на ДСИЦ в световната практика става чрез описателния подход. Направен е опит цялостното изложение максимално да се съобрази с действащото българско законодателство, т.е., приложен е и нормативният подход.

Извън предмета на изследването остават редица теоретико-приложни проблеми, свързани с общотеоретичните въпроси на реалните инвестиции и измерването на финансовото състояние на предприятията, формирането на портфейлите на ДСИЦ, състоянието и развитието на капиталовия пазар и др. Анализът на пазара на недвижима собственост и на състоянието на ДСИЦ в България обхваща периода 2004 - 2005 г., като отделни изводи са направени и към първото тримесечие на 2006 г. Изследвани са лицензираните до юли 2005 г. ДСИЦ за недвижима собственост, тъй като информацията за по-новите дружества е

недостатъчна и не може да се приведе в съпоставим вид. В рамките на изложението са използвани български и чуждестранни литературни източници за информация, както и множество нормативни актове и практически разработки (например проспекти на лицензираните ДСИЦ). Стремежът е изследването да отговаря в най-голяма степен на българското законодателство и практика. Достъпът до по-голямата част от посочените източници (и най-вече тези на латиница) е извършен чрез интернет. Конкретните данни, използвани в трета глава, са с източник ЕРиК (Единен регистър и класификатор) на КФН, БФБ-София, проспектите на ДСИЦ и уеб страницата на Ecop.bg. Част от източниците за информация (главно уеб страници и нормативни актове) не са посочени в използваната литература, а под линия или при съответната таблица и фигура. В редица случаи не се посочват конкретни страници, тъй като интернет средата не винаги дава подобна възможност.

## **Глава първа**

### **Теоретико-приложни аспекти на секюритизацията и недвижимата собственост**

#### **1.1 Икономическа същност и съдържание на секюритизацията на недвижимата собственост**

##### **1.1.1. Недвижима собственост**

###### **1.1.1.1. Въведение в проблематиката**

Известно е, че за всяко научно изследване е особено важно, от една страна правилното използване на определен понятиен апарат, а от друга, когато е необходимо - да се посочи и обоснове ясно какъв точно смисъл се влага в съответното понятие<sup>2</sup>.

В разговорната реч например хората много рядко правят разлика между понятията “недвижим имот”, “недвижима собственост” и “недвижимо имущество”, като най-често използват първото понятие.

В правната доктрина терминът “недвижима собственост” не се използва, но в нормативните актове той се среща в 175 документа, “недвижими имоти” - в 2568 документа, а “недвижимо имущество” - в 610 документа.<sup>3</sup>

Прегледът на научни публикации от последните години<sup>4</sup> показва, че “недвижимо имущество” се използва по-рядко от авторите за сметка на другите два термина. В хронологичен аспект първоначално по-често се е използвало понятието “недвижими имоти”, а през последните години - “недвижима собственост”.

Всичко това навежда на мисълта, че е необходимо да се изяснят определени теоретични проблеми относно използването на посочените три термина, общите им характеристики и различията между тях<sup>5</sup> и смисловото им значение.

Чрез отговор на тези проблеми може да се обоснове най-подходящата употреба на термина “недвижима собственост” в областта на инвестиционната дейност, която е вид стопанска (търговска дейност) и се подчинява на принципа на максимизиране на печалбата. В нейната основа стои реализирането на доходи (блага) под една или друга форма. Би могъл също да се изясни обхватът на двата основни термина (недвижим имот и недвижима собственост) и евентуално да се установи, че вторият термин има по-широко съдържание и съчетава в себе си правната сигурност на термина “собственост” и икономическата логика на инвестиционната дейност – реализирането на доходи.

За да се потърси разрешаване на проблемите, главно чрез методите на абстракцията и сравнението, е направен анализ на използването на термините в три от функционалните стилове.

---

<sup>2</sup> В областта на методиката на научните изследвания тези въпроси се разглеждат от функционалната стилистика. Разграничават се пет функционални стила: разговорен, официално-делови стил, научен, художествен и публицистичен стил. Авторът е на мнение, че с оглед на изследването, извършването на анализ и формулирането на изводи от значение са първите три стила.

<sup>3</sup> Източник: Сиела, интернет-версия.

<sup>4</sup> Вж. например: Даковски, Цв. Ст. Йотов. Недвижима собственост, I част. София, 1994; Иванов, Бл. Н. Коен. Анализ на пазара на недвижими имоти. София, 1995; Управление на недвижимата собственост. Сборник доклади от научна конференция. Варна, 2002; Калинков. К. Недвижима собственост. Варна, 2004; Строително предприемачество и недвижима собственост. Сборник доклади от научна конференция с международно участие, Варна, 2005.

<sup>5</sup> Повод за научна дискусия в тази област и изясняване на тези въпроси е и докладът на Калинков. К. Недвижима собственост и недвижим имот. Теоретико-методологични аспекти. Сборник доклади от научна конференция с международно участие, Варна, 2005.

### 1.1.1.2. Разговорната реч.

Как се отнасят една към друга категориите “имот”, “собственост”, “имущество” в българския и в английския език (в речта), в превод на български и от български? За да се изясни тази проблематика, са представени извадки от български и английски речници.

В Български тълковен речник<sup>6</sup> се дават следните определения:

а) имот (с. 323) – 1. Имущество 2. Земя, къща, стока, пари.

б) имущество (с. 324) – 1. Всичко, което притежава в материален или стопански смисъл едно физическо или юридическо лице.

в) собственост (с. 907) – 1. Предмети, вещи, ценности по отношение на този, комуто принадлежат, който разполага с тях; притежание. 2. (Система, форма на) владение, притежаване и използване на имуществата (средствата за производство и предметите за потребление).

В Синонимния речник на съвременния български книжовен език<sup>7</sup> не са включени синоними на имот, имущество и собственост.

В Английско-българския речник<sup>8</sup> е направен следният превод:

а) estate (с. 493) – 1. Остаряло: ранг (обществено) положение 2. Ист.: съсловие 3. Имение, имот, земя 4. Юр.: имущество personal (real) estate движим (недвижим) имот 5. Юр.: наследство 6. Търг. актив, имуществена маса (при несъстоятелност).

б) property (с. 159) - 1. Имот; имущество, собственост; притежание; стопанство; имение 2. Свойство, отличително качество.

в) realty (с. 188) – юр. недвижими имоти.

В Българо-английския речник<sup>9</sup> от друга страна преводът е:

а) имот (с. 387) – possessions, property, estate; движим имот: movable property, movables, goods and chattels; недвижим имот: real estate/property, realty;

б) имущество (с. 389) – property, possessions; обикновено недвижимо: estate; движимо имущество: movable property, movables, goods and chattels; недвижимо имущество: real estate/property, realty; immovable property;

в) собственост (с. 1014) – property; ownership; possession; обществена: public/social property; държавна: state property; частна: private property; собственост върху земята: ownership of land; едра градска собственост: big urban real estate.

Като кратък анализ на посочените извадки, въз основа на които могат да се направят и съответни изводи, може да се посочи следното:

а) Термините “недвижими имоти”, “недвижимо имущество” “недвижима собственост”, респективно “real estate”, “real property”, “realty” като цяло се използват като синоними. Това обстоятелство произтича от сравненията, направени на базата на данните от българо-английския и английско-български речник. Българските понятия не са посочени като синоними в съответния речник (в разговорната реч обаче те се използват по този начин), но в подобен английски речник за английските понятия това обстоятелство е налице.<sup>10</sup>

б) От важно значение за това изследване е фактът, че за разлика от правната доктрина, разглеждаща собствеността като субективно право (в частност само като

<sup>6</sup> Вж. Български тълковен речник. Четвърто издание, София, 1994.

<sup>7</sup> Вж. Синонимен речник на съвременния български книжовен език. Трето издание, София, 1999.

<sup>8</sup> Вж. Английско-български речник. Т. I, София, 1985; Т. II, София, 1988.

<sup>9</sup> Вж. Българо-английски речник София, 1999.

<sup>10</sup> Вж. този речник в <http://www.ultralingua.net/>.

правно понятие), в тълковния речник, а и в реалния живот, собствеността следва да се разглежда в два аспекта:

- като предмети, вещи, ценности по отношение на този, комуто принадлежат, който разполага с тях или като притежание;
- като система или форма на владение, притежаване и използване на имуществата (средствата за производство и предметите за потребление).

Системата е последователно множество от елементи (компоненти), намиращи се във взаимна връзка, зависимост и взаимодействие помежду си, и на тази основа образуващи цялостно единство. Това обстоятелство следва да бъде отчетено при формулирането на същността и обхвата на понятието “недвижима собственост” от икономическа гледна точка в следващите части на изложението.

в) Още едно важно обстоятелство е, че няма превод от български на английски на недвижима собственост, докато за недвижим имот и недвижимо имущество термини на английски са посочени (real estate/property – като синоними). Това на свой ред сочи, че самото понятие “недвижима собственост” е недостатъчно изяснено както в разговорната реч, така и в останалите функционални стилове на българския език, доколкото те се явяват производни от този основен стил.

### **1.1.1.3. Правната доктрина и нормативните актове, в т.ч. областта на счетоводството (официално-деловия стил)**

Беше посочено, че в правната доктрина понятието “недвижима собственост” не се използва. Не се използва и понятието “недвижимо имущество”, но и двете се употребяват в нормативните актове. Недвижимият имот (който се отъждествява с недвижимата вещь) е основен институт на правото и обект на множество публикации.<sup>11</sup> Преди да се посочват конкретни примери от нормативните актове, в които разглежданите понятия се използват, ще бъдат приведени две фундаментални постановки от българското вещно право:<sup>12</sup>

а) Недвижима вещь<sup>13</sup> (недвижим имот) - тя е трайно свързана със земята и има непроменимо положение към определена точка от нея. Недвижимата вещь може да бъде: по природа - земята или част от нея, прикрепените към нея растения и сгради; по предназначение - движима вещь, която под действието на човека е свързана със земята или постройката.

б) Собственост - субективно вещно право, което предоставя на носителя му правомощията да владее, да ползва и да се разпорежда с вещта обект на правото. Това право е вещно и абсолютно. Негов обект е движима или недвижима вещь. Дава най-големи правомощия на собственика по отношение на вещта. Собственикът може да изисква от всяко трето лице, да се въздържа от действия по отношение на вещта, които му пречат да упражнява правото.

От посоченото се вижда, че недвижимите имоти винаги имат веществена форма, те са предмети. Категорията “собственост”, независимо с какви допълнителни термини се комбинира, предполага наличието на права, а те от своя страна нямат

---

<sup>11</sup> Вж. например препратките в Калинков. К. Недвижима собственост. Варна, 2004; Строително предприемачество и недвижима собственост. Сборник доклади от научна конференция с международно участие, Варна, 2005.

<sup>12</sup> Юридически терминологичен речник, Интернет-версия на Сиела.

<sup>13</sup> Вещта в българския език се разглежда и от философска гледна точка, като е дадено следното определение: “Цялостна и относително устойчива част от материалния свят, която съществува обективно, във от нас и независимо от нас и се отразява в нашето съзнание; предмет.” Речник на българския език. Т. 2, София, 1979, с. 135.

материална форма, освен когато се материализират, например в ценни книжа. През призмата на тази основна разлика на последващ етап може по-задълбочено да се търси обхватът на двата термина “недвижими имоти” и “недвижима собственост”.

Посочено беше, че в нормативните актове най-често се използва терминът “недвижими имоти”. Следващите основни примери дават възможност да се установи какъв смисъл се влага в него:

а) Закон за местните данъци и такси. Примерът е удачен и фундаментален, защото е известно, че всички български граждани ежегодно плащат данък върху недвижимите имоти. Чл. 10 от този закон гласи: “С данък върху недвижимите имоти се облагат разположените на територията на страната сгради и поземлени имоти в строителните граници на населените места и селищните образувания, както и поземлените имоти извън тях, които според подробен устройствен план имат предназначението по чл. 8, т. 1 от Закона за устройство на територията.”

б) По смисъла на т. 5 от §1 на ЗКПО понятието “доходи” включва “доходите от: дивиденди, дялово участие, лихви, положителната разлика от продажба на недвижими имоти, движими ценности и финансови дълготрайни активи, авторски и лицензионни възнаграждения, възнаграждения за технически услуги и от наем.”

Първият от примерите изрично показва, че понятието “недвижими имоти” се свързва само с вещи – сгради и поземлени имоти. Това обаче не означава, че не се облагат с данък идеалните части от притежаваните имоти.

Използваното в ЗКПО понятие “недвижими имоти” е в пряка връзка със счетоводното законодателство<sup>14</sup>, което също използва термина “имот”. Съгласно СС 40 под имот се разбира притежавана или придобивана по финансов лизинг изцяло или частично земя и/или сграда.

Тук следва да се поясни<sup>15</sup>, че доскоро действаха НСС и МСС 25, които бяха отменени с въвеждането на МСС и СС 40. МСС 25 обхваща признаването и оценката на дългови инструменти и инструменти на собствения капитал, както и инвестициите в земя и сгради и други материални и нематериални активи, държани като инвестиции. МСС 38 Нематериални активи замени МСС 25 по отношение на инвестициите в нематериални активи. МСС 39 Финансови инструменти: признаване и оценяване замени МСС 25 по отношение на инвестициите в дългови инструменти и инструменти на собствения капитал. МСС 40 Инвестиционни имоти заменя МСС 25 по отношение на инвестиционните имоти.

При това положение определен тип имоти ще се отчитат по МСС, респективно СС 2, 16 и 17. От значение за разглежданата проблематика е главно СС 16 и както е известно той третира дълготрайните материални активи, т.е. тези активи, които имат задължително натурално-веществена форма.

Правно-информационните системи позволяват търсенето на легални дефиниции в действащите нормативни актове. Подобна справка в Сиела показва, че като легален термин се използва терминът “недвижимо имущество”, а не “недвижим

---

<sup>14</sup> “МСС 40

4. В този стандарт се използват следните термини с посочените значения:

Инвестиционен имот е имотът (земята или сградата или части от сграда, или и двете), държан (от собственика или от наемателя по финансов лизинг) по-скоро за получаване на приходи от наем или за увеличаване стойността на капитала, или и за двете, отколкото за:

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

б) продажба в рамките на обичайната икономическа дейност.

75. Този стандарт заменя МСС 25 Отчитане на инвестиции по отношение на инвестиционните имоти.”

<sup>15</sup> В изложението е използван текст в МСС 40, свързан с отмяната на МСС 25.

имот” или “недвижима собственост”. Актовете, в които се използва терминът, са международните спогодби за избягване на двойното данъчно облагане и предотвратяване на отклонението от облагане с данъци на доходите. Препратките са към 8 спогодби (с Южна Африка, Узбекистан, Латвия, Египет, Словения, Кувейт, Ливан и Израел), като повечето от тях са ратифицирани през 2004 година от XXXIX Народно събрание. Дефинирането на термина в посочените спогодби е аналогично<sup>16</sup>.

В чл. 2 на спогодбата с Латвия се посочва: “2. За данъци върху доходите се считат всички данъци върху общия доход или върху отделни елементи на дохода, включително данъците върху приходи от отчуждаване на движимо или недвижимо имущество.” Същевременно трябва да се отчете, че в редица други подобни спогодби в чл. 6 се използва терминът “недвижимо имущество”, а в чл. 2 – “недвижима собственост”.

Терминът “недвижимо имущество” има много широко приложение през последните години:

а) годишна данъчна декларация по чл. 51, ал. 8 ЗКПО – лицата, задължени да подават тази декларация са бюджетните предприятия, когато извършват стопанска дейност или отдават под наем движимо и недвижимо имущество<sup>17</sup>;

б) “1.10. Места за разполагане: онези места, включващи движимо и недвижимо имущество, които се предоставят за ползване, за да може Въръжената сила, участваща в “Крайъгълен камък – 2002”, да изпълни своите задачи.”<sup>18</sup>

Може да се направи изводът, че в редица новоприети нормативни актове законодателят се ориентира към използването на термина “недвижимо имущество”, а не на “недвижима собственост” или “недвижим имот”. Такива примери са:

а) чл. 86, ал. 4 от Кодекса на международното частно право, който е приет през май 2005 година: “Временни или спешни мерки за закрила могат да бъдат взети по българското право, когато лицето или негово движимо или недвижимо имущество се намира на територията на Република България.”;

---

<sup>16</sup> Например чл. 6 от спогодбата с Латвия (ратифицирана със закон от 14.07.2004 г., обн., ДВ, № 102, 2004 г.) има следното съдържание: “Доходи от недвижимо имущество

Член 6

1. Доходи, получени от местно лице на едната договаряща държава от недвижимо имущество (включително доходи от селско и горско стопанство), намиращо се в другата договаряща държава, могат да се облагат с данък в тази друга държава.

2. Терминът “недвижимо имущество” има съдържанието, което му придава законодателството на договарящата държавата, в която се намира въпросното имущество. Терминът във всички случаи включва имуществото, принадлежащо към недвижимото имущество, добитък и оборудване, използвани в селското и горското стопанство, правата, спрямо които се прилагат разпоредбите на общото законодателство относно поземлената собственост, плодopolзването на недвижимо имущество, както и правата върху променливи или определени по размера си плащания, представляващи компенсация за разработването или за предоставяне на правото за разработване на минерални залежи, извори и други природни ресурси, права върху активи (данни или информация, получени при изследване, извлечени природни богатства), които се създават въз основа на изследването или добиването на природни богатства от морското дъно и подпочвеното пространство. Кораби и самолети не се считат за недвижимо имущество.

3. Разпоредбата на ал. 1 се прилага и по отношение на доходи, получени от пряко използване, отдаване под наем или използване под каквато и да е друга форма на недвижимо имущество.

4. Разпоредбите на ал. 1 и 3 се прилагат също така и по отношение на доходи от недвижимо имущество на предприятие и по отношение на доходи от недвижимо имущество, използвано за извършване на независими лични услуги.”

<sup>17</sup> Декларацията е утвърдена със заповед на министъра на финансите от 27.12.2004 г.

<sup>18</sup> Чл. от Меморандум за разбирателство между правителството на Република България и правителството на САЩ във връзка с провеждането на учението “Крайъгълен камък – 2002”, провеждано като инженерно учение на местността.

б) Законът за публичност на имуществото на лица, заемащи висши държавни длъжности<sup>19</sup>, чиято чл. 3, ал. 1, т.1 гласи:

“Предмет на деклариране

Чл. 3. (1) Лицата по чл. 2, ал. 1 декларираат в публичния регистър следното имущество и доходи:

1. недвижимо имущество”;

в) терминът “недвижимо имущество” се използва вместо термините “недвижим имот” и “недвижима собственост” и в Закона за регистър БУЛСТАТ<sup>20</sup>.

Посочените нормативни актове позволяват да се направи изводът, че в сравнение с “недвижими имоти”, терминът “недвижимо имущество” има следните отличителни черти:

а) Той не се отъждествява само със сгради и земи, а включва и различен вид права (правата върху променливи или определени по размера си плащания).

б) Не визира във всички случаи получаването на доходи от имуществото - “1.10. Места за разполагане: онези места, включващи движимо и недвижимо имущество, които се предоставят за ползване, за да може въоръжената сила, участваща в “Крайъгълен камък – 2002”, да изпълни своите задачи.”.

в) Може да се направи изводът, че терминът “недвижимо имущество” има от една страна правно-описателен, а от друга - оперативно-работен характер.

На следващо място са посочени нормативни актове, в които се използва понятието “недвижима собственост”:

а) “Под едра градска недвижима собственост се разбират онези недвижими имоти в чертите на градоустройствените планове, притежавани от частни лица или дружества, които не са предназначени за задоволяване жилищната нужда на притежателите, за добиване на необходим допълнителен доход, нито за преки стопански нужди, а за добиване на доходи - ренти на вложени в тези имоти капитали”<sup>21</sup>.

б) “Национализацията на предприятието обхваща всичката движима и недвижима собственост, както и всички стопански права, принадлежащи на предприятието или които му служат, като патенти, привилегии, позволителни за работа, разрешителни, периметри, образци, марки, модели и др. подобни”<sup>22</sup>.

в) “Доходи от селско и горско стопанство, доходи от използване на недвижима собственост и положителни разлики от продажби на недвижима собственост, намираща се на територията на страната, са от източници в страната. “Недвижима собственост” включва и притежание на идеална част или ограничено вещно право върху недвижима собственост”<sup>23</sup>. В преходните и заключителни разпоредби на същия закон е предвидено, че данъчно задължените лица са длъжни да декларираат в териториалните данъчни дирекции притежаваната недвижима собственост.

г) “Понятието “инвестиция” по-специално включва:

і) движима и недвижима собственост, както и всякакви други вещни права като ипотеки, залози, обезпечения, право на плодopolзване и други подобни права”<sup>24</sup>.

<sup>19</sup> Обн., ДВ, № 38, 2000.

<sup>20</sup> Обн., ДВ, № 39, 2005.

<sup>21</sup> Чл. 1 от Закона за отчуждаване на едрата градска покрита недвижима собственост (Обн., ДВ, № 87, 1948, отм.).

<sup>22</sup> Чл. 9 от Закона за национализация на частни индустриални и минни предприятия (Обн., ДВ, № 302, 1947, отм.).

<sup>23</sup> Чл. 7, ал. 6 и 7 от Закона за корпоративното подоходно облагане (Обн., ДВ, № 115, 1997).

<sup>24</sup> Вж. чл. 1 от Договор между правителството на Република България и правителството на Кралство Швеция (Обн., ДВ, № 98, 7 ноември 1995 г.), отнасящ се до насърчаването и защитата на инвестициите.

От посочените текстове произтичат следните основни изводи:

а) понятието “недвижима собственост” е по-широко по обхват от “недвижими имоти” и освен вещи и права, включва идеални части и т.н.;

б) това понятие се използва приоритетно в нормативни актове, отнасящи се до инвестиции и инвестиционна дейност;

в) като логическа последица от предходното – понятието “недвижима собственост” по правило се свързва с реализирането или очакването на реализиране на доходи.

#### **1.1.1.4. Научният стил.**

През последните години в научните публикации все повече се използва понятието “недвижима собственост”, а не “недвижими имоти”. Едновременно с това в научните публикации липсва цялостно определение за недвижима собственост, което да посочва същността ѝ, основните ѝ характеристики и обхват.

В резултат на посочените в рамките на изложението примери и направените изводи се налага становището<sup>25</sup>, че от икономическа гледна точка, в своята цялост, понятието “недвижима собственост” може да се определи като съвкупност от недвижими имоти, ограничени вещи и производни от тях права, която е придобита или се придобива при наличието на очакване за реализиране на доходи в резултат на нейната експлоатация в стопанската дейност.

Така определено понятието недвижима собственост има следните основни характеристики:

а) то в голяма степен се приближава до понятието “инвестиции”, дадено в МСС и НСС 25 (отм.)<sup>26</sup>;

б) показва, че недвижимата собственост по правило е сложна съвкупност (система), която едновременно с това е делима;

в) позволява да се добие представа за принципния обхват на недвижимата собственост;

г) посочва, че в определени случаи недвижимата собственост може да не включва недвижими имоти (вещи);

д) приоритетно е свързано със стопанска дейност и реализирането на доходи;

е) дава възможност да се направи изводът, че субектът, който придобива недвижимата собственост, следва да има активно отношение към нея (да я въведе в експлоатация, да я използва), за да реализира доходите.

Направените изводи относно същността, обхвата и приложното поле на понятието “недвижима собственост”, както и основните различия с термина “недвижими имоти” са представени графично и схематично по следния начин:

---

По подобен начин се определя понятието “инвестиции” в чл. 1 от Договор между Република България и Република Унгария (Обн., ДВ, № 98, 7 ноември 1995 г.), отнасящ се до насърчаването и защитата на инвестициите и чл. 1 от Договор между правителството на Република България и правителството на Република Аржентина за взаимно насърчаване и защита на инвестициите (Обн., ДВ, № 26, 28 март 1997 г.).

<sup>25</sup> Становището на втора не претендира за изчерпателност.

<sup>26</sup> В действащия доскоро НСС 25 за отчитане на инвестициите, инвестицията се определя като притежаван от инвестиращото предприятие актив с цел увеличаване на собствения капитал (или чистата стойност на капитала) чрез разпределения, получаване на дивиденди, ренти, лихви и други подобни възнаграждения или чрез придобиване на друга стопанска изгода за предприятието.



Таблица 1

## Основни различия между термините “недвижима собственост” и “недвижим имот”

№	КРИТЕРИЙ	НЕДВИЖИМА СОБСТВЕНОСТ	НЕДВИЖИМ ИМОТ
1	Приоритетно използване на термина	Използва се по-често в: стопанската (търговска, инвестиционна) дейност; като обозначава на учебна дисциплина; обект на научни изследвания; елемент на научния стил	Използва се по често в: нормативните актове; в разговорния език; в обичайните покупко-продажби и сделки, извършвани от физическите и юридическите лица Обект е на счетоводно отчитане
2	Обхват на термина	Има по-широк обхват, като включва освен материално-веществената субстанция и ограничени вещни и производни от тях права	Стеснен обхват, който се свежда предимно до материално-веществения характер на имота
3	Популярност на термина	По-малко популярен	Висока популярност
4	Използване в нормативните актове	Ползва се много често в нормативни актове, в които се визира извършването на инвестиционна дейност	Нормативни актове, в които следва да се посочи характера на вещта, както и свързани с облагане с данъци, без изрично да се реализира доход от имота
5	Елемент на правната доктрина	Не е елемент на правната доктрина	Елемент е на правната доктрина, като се отъждествява с понятието “недвижима вещь”
6	Отношение на субекта към обекта	Характеризира се с по-висока степен на правна сигурност и очаквания за реализирането на бъдещ доход	По-ниска степен на правна сигурност, установила се в практиката и разбиранята на хората. Имотът може да се ползва предимно за задоволяване на потребностите
7	Основно използване в съчетания с други термини	“Инвестирам в недвижима собственост” и “Пазар на недвижимата собственост” – съчетанията се използват предимно при значими сделки, характерни за стопанската дейност	“Купувам/продавам недвижим имот” и “Пазар на недвижими имоти” – те са по-често елемент на обичайните покупко-продажби главно сред отделните физически лица, закупуващи имоти за задоволяване на личните си потребности
8	Други термини, с които е прието да се съчетава (не се съчетава)	Не се използва съчетанието “безстопанствена недвижима собственост” – такава не би трябвало да има, доколкото всяка недвижима собственост се придобива с оглед реализацията на доходи	Използва се терминът “безстопанствен имот”, като най-често се визират запустели ниви, изоставени къщи и др.
9	Нюанси, които се подразбират (визират)	Възприема се като термин на стопанската и научната дейност, със съответна значимост и тежест	Възприема се като термин от ежедневието
10	Отразява ли обществени, исторически обусловени имуществени отношения между хората, които възникват по повод присвояването	Отразява такива отношения	Отразява такива отношения

	на материални блага <sup>27</sup>		
11	Най-удачен термин на английски	Само Property или Real Property	Real estate, Realty

Източник: Таблицата е съставена от автора.

В заключение може да се посочи, че с недвижимите имоти, респективно с недвижимата собственост, се извършват различен вид сделки: те се купуват и продават, респективно в тях се инвестира. След 2003 година у нас, с приемането на ЗДСИЦ, влезе в употреба понятието секюритизация - инвестиране на парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти (секюритизация на недвижими имоти)<sup>28</sup>. Във връзка с това възникват редица научни проблеми относно същността на тези понятия и използването на словосъчетанието “секюритизация на недвижима собственост” вместо “секюритизация на недвижими имоти”. В следващите части на изложението се търсят аргументи за изясняването им.

## 1.1.2. Секюритизация на недвижима собственост

### 1.1.2.1. Възникване, същност и основни видове секюритизация.

В повечето случаи възникването и развитието<sup>29</sup> на секюритизацията се свързва със САЩ, финансовите активи и капиталовите пазари. Същевременно съществуват изследвания, в които се посочва, че схеми, подобни на секюритизацията, е имало във Франция през XII век - при погасяването на наемните плащания, а данни за възникване на средство/дружество за специална цел (special purpose vehicles – SPV)<sup>30</sup> има в Италия от 1432 година. В Дания ипотечните облигации имат над 200-годишна история, а в Германия те водят своите традиции още от времето на Пруската империя.

В САЩ зараждането на секюритизацията се свързва с ипотечните заеми и активното участие на правителството. През 1970 г. именно правителствената агенция GNMA за пръв път изкупува ипотечни заеми от компаниите, които ги предоставят, а през 1975 г. компанията Sperry Corporation за пръв път секюритизира друг тип вземания – по предоставени на лизинг компютри.

Приема се, че като цяло в основата на секюритизацията стоят жилищното ипотекване и издаваните ипотечни облигации<sup>31</sup>. В световната практика те са известни като RMBS (Residential mortgage-backed securities) и MBS (Mortgage-backed

<sup>27</sup> Вж. по-подр. становището на М. Бъчварова в доклада на Калинков. К. Недвижима собственост и недвижим имот, Теоретико-методологични аспекти. Сборник доклади от научна конференция с международно участие, Варна, 2005, както и самия доклад.

<sup>28</sup> Вж. чл. 3 от ЗДСИЦ.

<sup>29</sup> Вж. Kohn, M. The Capital Market Before 1600. Department of Economics, Dartmouth College, 1999.; <http://www.vinodkothari.com/secart.htm>; Kothari, V. Securitisation - a primer. <http://www.vinodkothari.com/seccont.htm>; Evolution and history of securitization, <http://www.vinodkothari.com/enhist.htm>.

<sup>30</sup> Вж. за special purpose vehicles (SPV) в следващите части на изложението. Като първо подобно дружество у нас би могло да се приеме Viva Ventures. Това дружество се оказва 100% собственост на Кос Holding и е регистрирано с оглед на приватизацията на БТК именно в качеството му на SPV. Вж. по-подр. в-к "Пари", 6 август 2003, с. 3.

<sup>31</sup> Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) - <http://www.vinodkothari.com/enhist.htm>.

securities), а у нас като “подчинени облигации”, издавани по реда на Закона за ипотечните облигации без изрично да е регламентирано, че при тях е налице секюритизация на активи.

Законодателното уреждане и разпространение на секюритизацията в световен мащаб е повсеместно (доказателство за това са данните в приложения 1 и 2).

В изданието на Международната финансова корпорация, посветено на секюритизацията, се посочва<sup>32</sup>, че има различни начини за нейното определяне, но по същество това е финансиране или рефинансиране на доходоносни активи чрез тяхното групиране (превръщане) в ликвидна (лесно търгуема) форма чрез емисия на облигации или други ценни книжа. В определението не се посочва характерът на активите, но практиката показва, че в по-честите случаи се имат предвид финансови активи. Във връзка с това могат да се представят и следните определения и основни виждания за термина “секюритизация”<sup>33</sup>:

а) Процесът, посредством който финансовите активи се трансформират в ценни книжа.<sup>34</sup>

б) Заместване на банковите кредити с ценни книжа. Банките изкупуват ценните книжа срещу отстъпка, при което клиентът получава парични средства, но не под формата на банков кредит, а срещу предоставяне на записи на заповед, менителници и други ценни книжа<sup>35</sup>.

в) Заместване на конвенционални начини на финансиране (напр. заеми) с инструменти като ценни книги, деноминирани в евро; процес, при който нетъргуеми активи се превръщат в търгуеми<sup>36</sup>.

г) Секюритизацията е процес на финансиране на пул от сходни, но несвързани финансови активи (обикновено заеми или други дългови инструменти) чрез издаване/предлагане на инвеститорите на ценни книжа, представляващи/даващи право на паричните приходи и други икономически изгоди, генерирани от пула от активи<sup>37</sup>.

В посоченото издание на Международната финансова корпорация се посочва, че има три принципни типа (вида) секюритизация:

а) Истинска продажба (true sale). При нея компания, която се явява основният кредитор или продавач, продава активи на друга компания, наречена средство/дружество със специална цел. За да финансира покупката на активите, SPV емитира облигации (или други ценни книжа) на капиталовия пазар. Облигациите са известни като “asset-backed securities” (ABS - подчинени облигации или ценни книжа), защото закупените активи представляват по принцип основният източник на доходи за обслужване на облигациите. Продажбата на SPV не може да се променя по никакъв начин, освен при извънредни обстоятелства. Това е способ да се достигнат изгодите от секюритизацията. Възможно е продавачът да продължи да обслужва активите (в т.ч. да събира приходите), като превежда съответна част от доходите на SPV. Също така, за да се постигне по-високо качество на активите и да се получи капитал в по-благоприятен срок, продавачът може да полага грижи за ценните книжа под една или друга форма (вж. фиг. 2).

<sup>32</sup> Securitization, Key Legal and Regulatory Issues. IFC, 2004, p. 1-2.

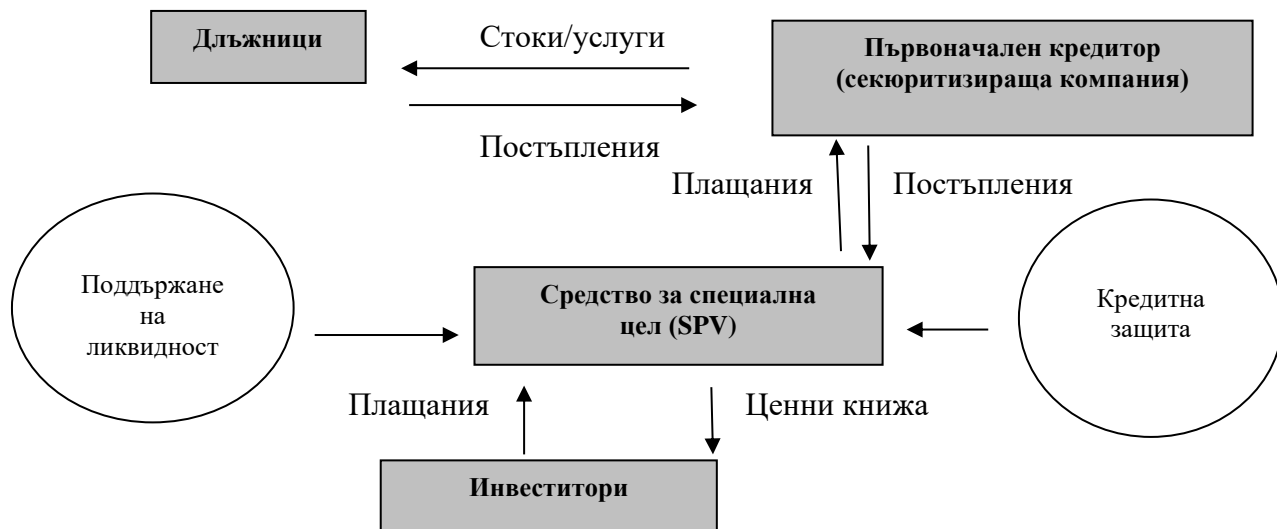
<sup>33</sup> Тук не се разглежда легалното дефиниране на секюритизацията у нас по смисъла на ЗДСИЦ.

<sup>34</sup> Вж. СС № 32 – Финансови инструменти и МСС № 39 Финансови инструменти: признаване и оценяване (Преработен 2000). Същото определение се дава и в “Английско-български учебен речник по икономика”, Доналд Ръдърфорд, 1997, [www.econ.bg](http://www.econ.bg).

<sup>35</sup> Български банков портал, <http://www.banker.winbg.net/index.php>.

<sup>36</sup> Финансов речник на Пощенска банка.

<sup>37</sup> NAREIT, Речник на специалните думи/на термините, <http://www.investinreits.com/learn/glossary.cfm>



**Фиг. 2. Принципна схема на процеса на секюритизация чрез средство/дружество със специална цел (Special Purpose Vehicle - SPV).**

Източник: Davis, N. Securitisation: A Public Policy Tool ?  
<http://www.treasury.govt.nz/workingpapers/2000/twp00-8.pdf>.

б) Синтетична (synthetic). Тук компанията не продава активи, а прехвърля рисковете от загуби, свързани с активите на SPV или на банка срещу заплащане на възнаграждение.

в) Целият бизнес ("whole business"). В този случай по същество се секюритизира заем, отпуснат от SPV на съответната компания. За да предостави заема SPV, използва приходи от емисии на ценни книжа.

Видовете активи, които могат да се секюритизират, са най-различни: жилищни ипотечни вземания, търговски ипотечни вземания, вземания по кредитни карти, вземания по заеми за покупка на автомобили и лизингови вноски, потребителски заеми, търговски вземания, бъдещи вземания, недвижими имоти. Принципно погледнато всеки актив, който може да носи доход, може да бъде секюритизиран<sup>38</sup>.

Най-голям е дялът на жилищните подчинени ценни книжа (RMBS). През 1995 година относителният им дял в САЩ е бил 10.5%, през 2003 – 20.4%, а през 2004 – 24.8%. Табл. 2 позволява да се добие представа за обема и структурата на секюритизираните активи в САЩ.

<sup>38</sup> Вж. например Borod, R. and B. Ziser. USA: securitising new asset classes – IP, life settlements and wind. [http://www.globalsecuritisation.com/05North%20America/076\\_081.htm](http://www.globalsecuritisation.com/05North%20America/076_081.htm), където се разглеждат нов тип активи за секюритизиране в САЩ: интелектуална собственост, здравеопазване и дори вятърът.

Таблица 2

## ABS в САЩ през 2004 г.

Описание	Стойност (млрд. \$)	Относителен дал (%)
Жилищна собственост	454.0	24.8
Кредитни карти	390.7	21.4
СВО/CDO (подчинени бонове и облигации)	264.9	14.5
Други	258.0	14.1
Автомобили	232.1	12.7
Студентски заеми	115.2	6.3
Оборудване на лизинг	70.7	3.9
Промислени сгради	42.2	2.3
<b>Общо</b>	<b>1,827.8</b>	<b>100.0%</b>

Източник: <http://www.financialservicesfacts.org/financial2/securities/assetbacked/>.  
Оригинален източник: The Bond Market Association.

Изгодите за участниците (имат се предвид продавачите на вземания - компании, банки) в секюритизацията могат да бъдат представени по следния начин<sup>39</sup>:

- продавачът получава ликвидни средства под формата на продажна цена, след като прехвърли секюритизираните активи на SPV;
- ограничава кредитната позиция на активите на продавача, но като цяло той запазва възможността за бъдещи доходи от тях;
- подобрява балансовата структура на фирмата-продавач и нейните финансови показатели;
- позволява диверсификация на източниците на средства на продавача на активите;
- намалява разходите по набиране на капитали;
- ABS (asset-backed securities) допринася за инвестирането в различни типове активи, като същевременно намалява риска;
- в исторически план ABS са били по-малко променливи от други типове корпоративни облигации;
- ABS са познати като носещи по-висок доход;
- ABS обикновено не са податливи на случайни рискове.

#### 1.1.2.2. Секюритизацията в България – секюритизация на недвижима собственост чрез ДСИЦ.

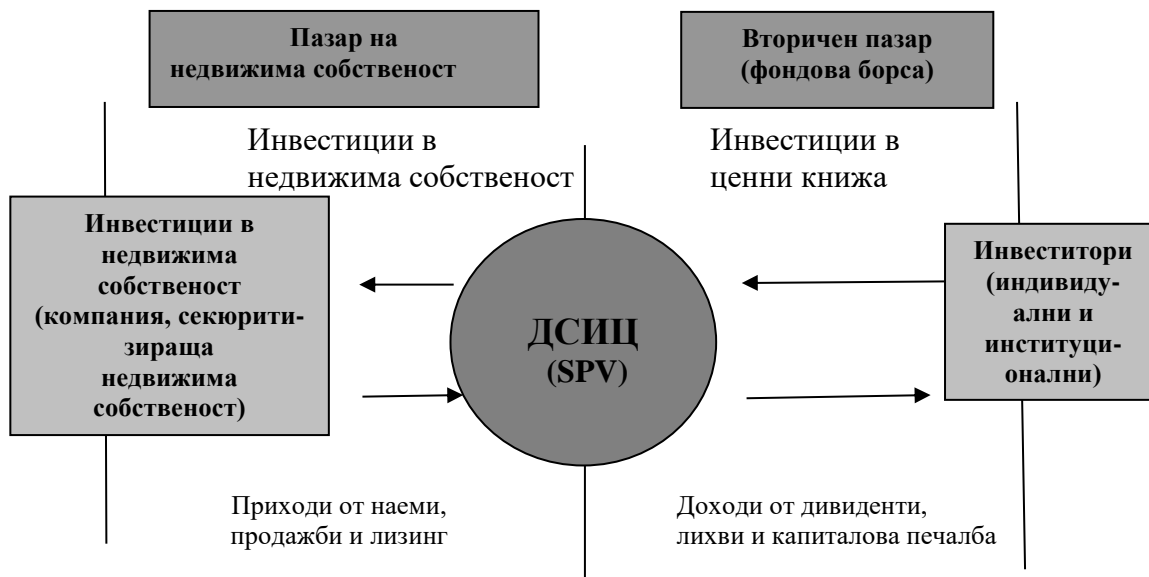
Проблемите на секюритизацията и REITs (ДСИЦ) рядко се разглеждат едновременно<sup>40</sup>, въпреки че между тях съществува безспорна връзка. В интернет

<sup>39</sup> Securitization, Key Legal and Regulatory Issues. IFC, 2004, p. 3. Освен това изгодите могат да бъдат за икономиката като цяло, за SVP, за инвеститорите в ценни книжа, социални и т.н – вж. например Kothari, V. Securitisation - a primer, <http://www.vinodkothari.com/seccont.htm>.

<sup>40</sup> Съществуват и изключения. На 21-22 юни 2005 г. в Хонконг в два последователни дни се провежда конференция на тема "Asset-Backed Securitization & REITs", т.е. разглеждаща секюритизацията на активи и REITs (ДСИЦ). Източник: <http://www.euro-events.com/training/reit2005/details.asp>.

страницата на NAREIT например място на въпросите на секюритизацията на активи на практика не се отделя. В повечето държави законодателното уреждане на проблемите на секюритизацията и REITs става с отделни закони.

Съществуват обаче изследвания и виждания, според които секюритизацията е процес на превръщане на права на собственост върху недвижими имоти, които са неликвидни в търгуеми ценни книжа като облигации и акции<sup>41</sup>. За да бъде ефективен процесът на секюритизация на недвижимата собственост, е необходимо, в определена инвестиционна схема, да бъдат обединени пазарът на недвижими имоти и капиталовият пазар. Посоченото е представено схематично на фиг. 3.



**Фиг. 3. Схема на секюритизация на недвижима собственост (Asset-backed Securitization - ABS), адаптирана към българското законодателство.**

Източник: Sing, T. Asset Backed Securitization in Singapore: Value of Embedded Buy-back Options, 2001.

Като се има предвид посоченото до тук, следва да се изясни същността на секюритизацията по смисъла на българското законодателство и практика. Във връзка с това най-напред са представени текстове от ЗДСИЦ и от мотивите при неговото внасяне за обсъждане, като едновременно с това е направен съответен анализ<sup>42</sup>:

а) В чл. 1 от закона е посочено, че той урежда отношенията, свързани със секюритизацията на недвижими имоти и вземания посредством дружества, получили лиценз за извършване на дейност като дружества със специална инвестиционна цел, както и учредяването, дейността и прекратяването им. От тази формулировка

<sup>41</sup> Sing, T. Asset Backed Securitization in Singapore: Value of Embedded Buy-back Options, 2001. <http://www.rst.nus.edu.sg/staff/singtienfoo/Exec.%20Program%20-%20ABS%20-%20Sing.ppt>

<sup>42</sup> Зародишът и законодателното регламентиране на секюритизацията у нас (без да е формулирана като такава) могат да се търсят още в чл. 3 от Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (Обн., ДВ, № 63, 1995, отм.), който гласи:

“Чл. 3. (1) Ценни книжа са и инвестиционните договори, които се предлагат публично.

(2) Инвестиционен договор е писмен договор, по който инвеститорът предоставя парични средства или други имуществени права на друго лице за влагане в стопанска дейност срещу обещание за доход.”

безспорно следва изводът, че секюритизация може да е налице без тя да се извършва чрез ДСИЦ, но тогава тя няма да има статут на секюритизация по смисъла на ЗДСИЦ.

б) Чл. 2 от закона, отнасящ се до неговите цели, има две точки, в които по същество са формулирани три цели: 1) създаване на условия за развитие на инвестирането чрез секюритизация на недвижими имоти и вземания; 2) създаване на условия за развитие на капиталовия пазар; 3) осигуряване на защита на интересите на инвеститорите в дружествата със специална инвестиционна цел<sup>43</sup>. Още тук става ясно, че у нас секюритизацията на недвижими имоти в голяма степен е равна (свързва с) на инвестиране.

в) Посоченият извод се потвърждава с определението за ДСИЦ, дадено в чл. 3, ал.1 от закона, че това 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). Този текст в закона безспорно показва, че законодателят влага в понятията “инвестиране на парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти” и “секюритизация на недвижими имоти” еднакъв смисъл. По тази логика се формулират и решенията на КФН за даване на лиценз на ДСИЦ - инвестиране на парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти<sup>44</sup>.

г) Едновременно с това в § 1, т. 1 от допълнителните разпоредби на ЗДСИЦ е посочено, че по смисъла на този закон “Секюритизация” е дейност, при която вещни права (право на собственост и право на строеж) върху недвижими имоти или права върху парични вземания, включително и бъдещи вземания, се материализират в ценни книжа, предлагани публично.” Тук е налице друго виждане за термина “секюритизация”, което има по-скоро правен, а не практико-приложен характер. Определена по този начин секюритизацията гарантира интересите на инвеститорите в ценни книжа, посочва, че придобитите от тях ценни книжа са обезпечени, гарантирани със съответните недвижими имоти. По същество ценните книжа на инвеститорите са и титул за собственост върху самите недвижими имоти (в общия случай те би следвало да притежават нотариален акт за тях). Друг извод със съществено значение е, че става въпрос само за ценни книжа, които се предлагат публично<sup>45</sup>.

д) Интерес представлява и понятийният апарат, който се използва в мотивите към ЗДСИЦ. Той дава възможност да се доизясни виждането на законодателя за секюритизацията в България. По-важните моменти тук са<sup>46</sup>:

---

<sup>43</sup> Точният текст на чл. 2 е: “Чл. 2. Законът има за цел:

1. да създаде условия за развитие на инвестирането чрез секюритизация на недвижими имоти и вземания и за развитие на капиталовия пазар;

2. да осигури защита на интересите на инвеститорите в дружествата със специална инвестиционна цел.”

<sup>44</sup> Например т. 2 от Решенията от заседание на КФН от 21 декември 2005 г. гласи: “2. КФН издаде лиценз на “И Ар Джи Капитал-2” АДСИЦ за извършване на дейност като дружество със специална инвестиционна цел: инвестиране на парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти. Потвърди проспекта за публично предлагане на 1 150 000 броя обикновени акции с номинална стойност от 1 лев всяка. Емисията акции е издадена от дружеството в резултат на първоначално увеличаване на капитала му, съгласно решение на общото събрание на акционерите от 25.05.2005 г.

Учредители на дружеството са “Българо-американски инвестиционен фонд”, притежаващ 70% от капитала и 29 физически лица.”

<sup>45</sup> Вж. по-подр. по този въпрос в следващите части на изложението.

<sup>46</sup> Използвани са текстове от мотивите към проекта на ЗДСИЦ.

- Предложеният закон за дружествата със специална инвестиционна цел урежда реда за извършване на съвместно инвестиране при секюритизация на недвижими имоти или вземания.

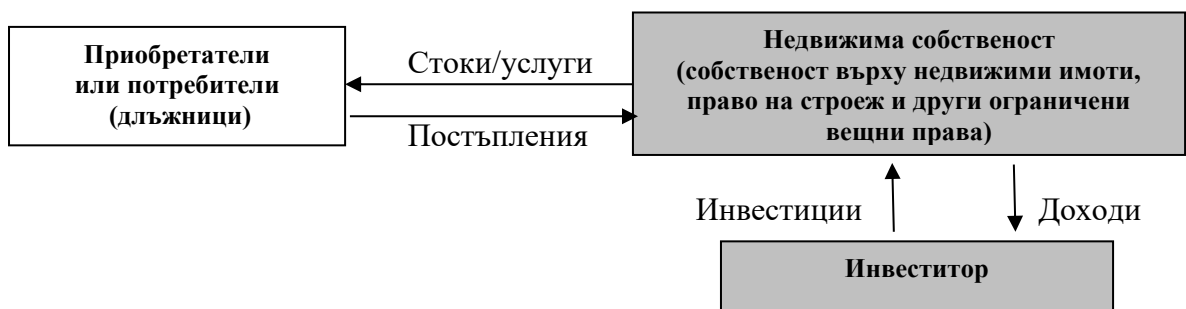
- В процеса на глобализация и интернационализация инвестициите в недвижимата собственост придобиват все по-значимо място.

- С регламентирането на дружества със специална инвестиционна цел в България се създава типичен инструмент за колективно инвестиране. По своята същност това не са традиционни дружества, предназначени за извършване на производствена, търговска или посредническа дейност, а единствено пул от активи, който се инвестира в точно определено начинание. В общия случай тези инструменти нямат типичната структура за едно търговско дружество, а само управителни органи и събрание на акционерите. Те нямат служители, офиси или клонове и могат да извършват много тесен кръг от дейности, като за всичко останало ползват услугите на обслужващи дружества, които са професионалисти в съответна сфера. На практика те функционират като посредник между капиталите от една страна и реалния бизнес от друга. При тях не може да има задържане или реинвестиране на печалбата, а всички генерирани печалби се преразпределят автоматично към инвеститорите под формата на дивидент.

- Инвестирането в недвижими имоти и строителство има и недостатък. Независимо от своята атрактивност като съотношението риск-възвръщаемост, поради високата си стойност и формалностите при прехвърлянето на собствеността тези активи не са лесно ликвидни. Същата е ситуацията и при вземанията с относително дълъг живот. Средството за преодоляване на този проблем е секюритизацията. Това е дейност, в резултат на която правата върху високостойности и недостатъчно ликвидни активи се материализират в публично търгуеми ценни книжа. Ефектът от секюритизацията е добре известен на развитите финансови пазари. Ако се съчетае с инструментите за колективно инвестиране, секюритизацията осигурява достъп на дребни вложители до мащабни и рентабилни инвестиции, като им гарантира лесно осребряване на техните инвестиции.

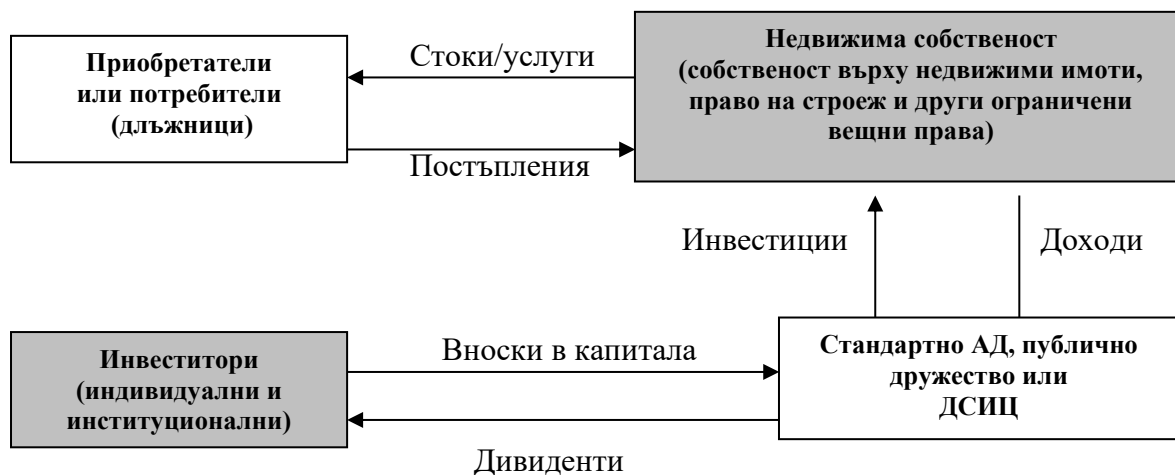
Всички тези постановки сочат, че у нас ЗДСИЦ има за обект едновременно: 1) извършване на съвместно инвестиране; 2) секюритизация на недвижими имоти; 3) развитие на капиталовия пазар, без който самата схема, визирана от законодателя, не би могла да функционира ефективно.

В рамките на инвестиционния процес при недвижимата собственост се различава директно и индиректно инвестиране, чиито принципни схеми са представени на фиг. 4 и фиг. 5.



**Фиг. 4. Схема на процеса на директно инвестиране.**

Източник: Фигурата е разработена от автора.



**Фиг. 5. Схема на процеса на индиректно инвестиране.**

Източник: Фигурата е разработена от автора.

Поради факта, че инвестициите в недвижима собственост са трудноликвидни и изискват значителни ресурси, то именно индиректното инвестиране е заложено като елемент в модела на организация на ДСИЦ. При него е налице инвестиционен процес както в реални, така и във финансови активи, като за да се осъществи финансовата инвестиция предварително се секюритизира/материализира право на собственост и право на строеж върху недвижими имоти в ценни книжа.

Въз основа на разгледаните досега общотеоретични, практико-приложни и законови схващания за секюритизацията следва да се даде отговор на няколко важни въпроса, отнасящи се до нейното проявление в България:

а) При положение, че законът посочва<sup>47</sup>, че се материализира право на собственост и право на строеж върху недвижими имоти в ценни книжа, може ли да се използва терминът “секюритизация на недвижима собственост” и да се замени понятието “недвижими имоти” с по-широкото понятие “недвижима собственост”?

б) Какви видове секюритизация съществуват у нас според законодателството и според практическата схема на секюритизацията?

В предварителен порядък следва да се уточни, че:

- Вече беше посочено, че законодателят влага в понятията “инвестиране на парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти” и “секюритизация на недвижими имоти” еднакъв смисъл.

- В процеса на приемане на ЗДСИЦ се обсъждаше вариант за секюритизация на всички активи. Това по същество приравнява статута на публичните дружества (инвестиращи на практика във всичко) към тип ДСИЦ, без обаче самите ПД да имат такъв статут. При това положение самият статут на ПД губи значението си и подобни

<sup>47</sup> § 1, т. 1 от допълнителните разпоредби на ЗДСИЦ.

дружества ще търсят възможност да бъдат ДСИЦ по смисъла на закона, доколкото тогава например ще бъдат освободени от корпоративен данък.

- От друга страна самите ценни книжа във всяко едно АД (акции) са лесно търгуеми (ако не са винкулирани). При ООД притежаваните дялове по правило се прехвърлят най-напред на останалите съдружници – налице е винкулираност. Поради това, дори в едно стандартно АД, инвестиращо в недвижими имоти, може да се говори за секюритизация – без тя да е облечена в законова форма.

Няма пречка да се използва понятието “секюритизация на недвижима собственост” вместо “секюритизация на недвижими имоти”. Нещо повече – първото понятие е много по-точно и отговаря на същността и замисъла на ЗДСИЦ. Доказателствата за това могат да се търсят в следните основни насоки:

- В чл. 4., ал. 1, т. 2 от ЗДСИЦ е посочено, че ДСИЦ имат за предмет на дейност “покупка на недвижими имоти и вещни права върху недвижими имоти, извършване на строежи и ...”. Вещните права не са изчерпателно изброени в основния текст на закона и могат да бъдат и други освен правото на строеж – сервитути или право на ползване, например.

- Покупката на недвижим имот може да се осъществи на няколко етапа и в този случай ще се придобиват идеални части от съответния имот. Възможно е ДСИЦ да придобие само част от имота и да стане съсобственик с друго лице, с което заедно да осъществят правото на строеж.

- При покупката на земеделски земи е налице плодopolзване и т.н.<sup>48</sup>

У нас са налице следните законови или явни видове (форми) на секюритизация на недвижима собственост:

а) Чрез ДСИЦ, чрез публично дружество, чрез стандартно АД, но не и чрез инвестиционно дружество или договорен фонд (те са ограничени в тази връзка). Принципната схема на секюритизация на недвижима собственост чрез ДСИЦ у нас е представена на фиг. 6.

б) Пълна и частична (във втория случай част от средствата се влагат в държавни ценни книжа и други разрешени активи).

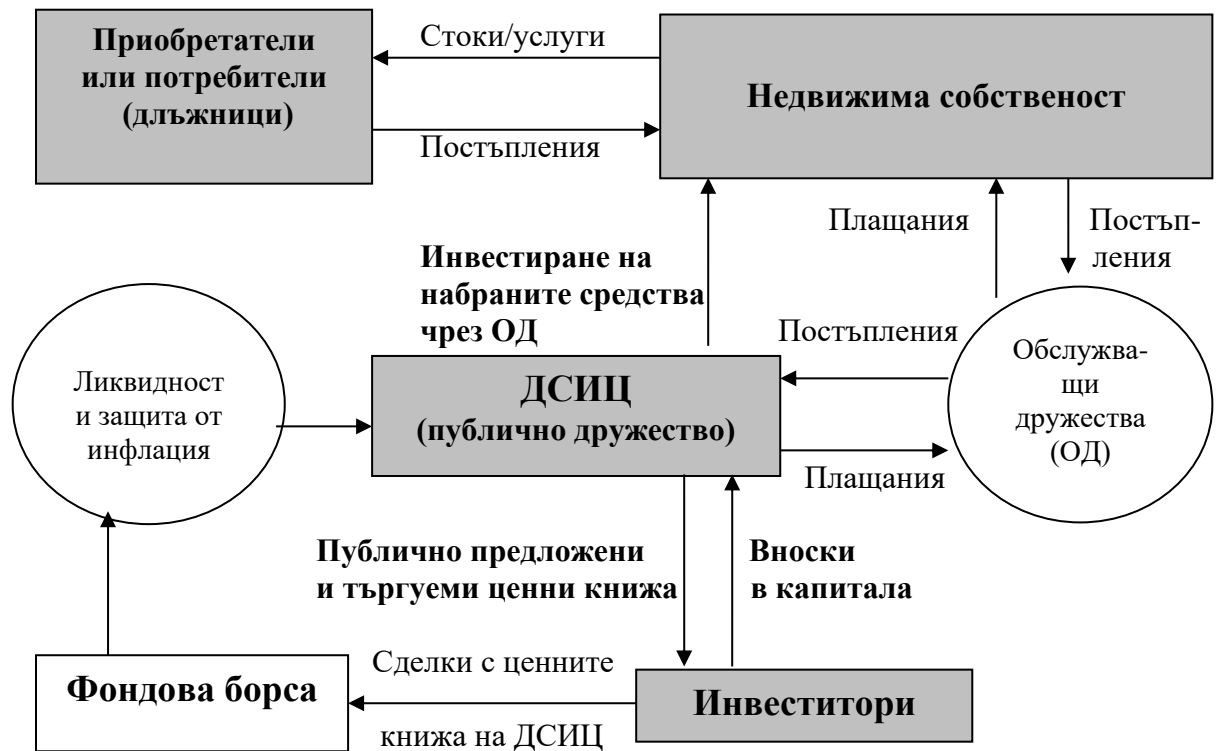
в) Като отделен вид може да се обособи секюритизацията на земи, която е специфика за България.

г) Секюритизация при публично предлагане на ценни книжа и в общия случай на емисия на ценни книжа. Приложното поле на ЗДСИЦ изключва възможността за материализиране на “вещни права (право на собственост или право на строеж) върху недвижими имоти или върху права върху парични вземания, включително и бъдещи вземания” в ценни книжа, които не се предлагат публично<sup>49</sup>.

---

<sup>48</sup> Независимо от това становище и от разграничението между термините “недвижима собственост” и “недвижими имоти”, направено в т. 1.1.1., в изложението се използват и двете понятия. Съображенията на автора са предимно прагматични – избягване на повторения. Освен това, при представянето на ДСИЦ, авторът не може да не отчита легалното използване на термина “недвижими имоти” в действащите нормативни актове в България и по-специално ЗДСИЦ.

<sup>49</sup> Вж. Кортенска, Св. “С тази дефиниция правното понятие за секюритизация е съобразено с приложното поле на ЗДСИЦ, като по този начин се изключват тези форми на материализиране на права в ценни книжа, при които ценните книжа не се предлагат публично.” <http://www.dnevnik.bg/show/Default.asp?storyid=147886&rubrid=48>.



**Фиг. 6. Схема на процеса на секюритизация на недвижима собственост чрез ДСИЦ.**

Източник: Схемата е разработена от автора на базата на разпоредбите на ЗДСИЦ.

д) Секюритизация на недвижими имоти и вземания и на други активи. Посочено беше, че в световната практика се секюритизират различен вид активи. У нас, в процеса на обсъждане на ЗДСИЦ, също беше предложен вариант за разширяване на кръга на секюритизираните активи, който не се прие. В мотивите на вносителите на проекта за закон обаче е записано, че принципът на "... регулиране на този тип дружества е един и същи - защита на интересите на инвеститорите при минимално регулиране от страна на държавата и създаване на възможности за прогресивно развитие на капиталовия пазар чрез постепенно увеличаване на кръга от активи, които могат да подлежат на секюритизация."

Посочената схема на секюритизация на недвижима собственост у нас недвусмислено показва, че тя има пряка връзка с капиталовия пазар – те взаимно се предполагат и допълват. За да се осъществи цялостният процес на секюритизация, е необходимо да се изградят съответните ДСИЦ (REITs). Следващите части на изложението разглеждат именно развитието и ролята на тези дружества за икономиката, пазара на недвижима собственост и капиталовите пазари.

## **1.2 Дружества със специална инвестиционна цел – нов субект на пазара на недвижима собственост**

### **1.2.1. Дружества със специална инвестиционна цел и тяхната роля за развитието на икономиката**

#### **1.2.1.1. Същност на ДСИЦ, възникване и развитие, основни характеристики при инвестирането в тях**

ДСИЦ<sup>50</sup> са компании, организирани най-често под формата на акционерни дружества, които инвестират парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти или във вземания. По правило тези дружества имат статут на публични дружества и техните ценни книжа се търгуват на фондовите борси<sup>51</sup>.

От икономическа гледна точка, като финансов инструмент, ДСИЦ са колективна схема за инвестиране. Инвестиращите в акции на подобни дружества стават индиректни собственици на недвижимите имоти: жилищни сгради, хотели, офиси, търговски площи и т.н. Самите активи се преоценяват всяка година и това се отразява на цената на ценните книжа, които са обезпечени с придобитите от дружеството недвижими имоти. Така инвеститорите могат да реализират стандартните доходи от притежаваните акции под формата на капиталова печалба или текущи доходи под формата на дивидент.

Историята на REITs води началото си от 80-те години на XIX в.<sup>52</sup>, когато в САЩ инвестиционните тръстове не са подлежали на облагане с корпоративен данък, ако цялата им печалба се е разпределяла между инвеститорите. По този начин се е избягвало двойното данъчно облагане. През 1930 г. тази данъчна преференция отпада. След Втората световна война интересът към инвестициите в недвижими имоти силно нараства и през 1960 г. президентът Айзенхауер подписва специален акт за данъчното облагане на инвестиционните тръстове, с който отново се въвежда специфичен данъчен режим за REITs като тип “транзитна”, “данъчно неутрална” компания. Чрез този нормативен акт се осигурява достъп на дребните инвеститори до такъв широкомащабен и доходоносен сектор, какъвто е пазарът на недвижими имоти.

Истинският бум в развитието на REITs, както в САЩ, така и в световен мащаб, настъпва през 90-те години на миналия век. Днес тези инвестиционни схеми са разпространени във всички части на света: Северна и Южна Америка, Европа, Азия и Пасифика (вж. фиг. 7 и 8). Подобни компании се създават и функционират не само в големи и развити страни, но и в по-малки или по-слабо развити държави. От 2001 г. подобни дружества са регламентирани и по-късно започват дейността си в Русия, а от 2003 г. – и в България.

---

<sup>50</sup> В световната практика са познати като Real Estate Investment Trusts – REITs. Съкращението REITs се използва при представянето на тези структури в световен мащаб и за избягване на повторения.

<sup>51</sup> Обект на изследване са само ДСИЦ, които инвестират в недвижими имоти. Съществуват и хибридни (смесени) REITs, които инвестират и в двата типа активи. REITs могат да не бъдат акционерни дружества. Такива са ЗПИФН – руският вариант на REITs. В САЩ има над 800 REITs, които не са листвани на борсите.

<sup>52</sup> Антонец, Окс. “Бумажные” инвестиции в зарубежную недвижимость. [www.realtyinvest.ru](http://www.realtyinvest.ru).



**Фиг. 7. Държави, в които е прието или е в процес на приемане законодателство, свързано с REITs (ДСИЦ)<sup>53</sup>.**

Източник: Latiff, Sh. An Introduction to the Concept of Real Estate Investment Trusts (REITs). FCA Sri Lanka, 2005.

Launch	Country	Symbol	
1961	US	REIT	Real Estate Investment Trust
1971	Australia	LPT	Listed Property Trust
1972	Netherlands	FBI	Fiscale Beleggingsinstelling
End 1980s	Malaysia	REIT	Real Estate Investment Trust
1988	Luxembourg	FCP/SICAV/SICAF	REIT-like legal forms: Collective Investment Fund, Variable Capital Investment Company, Fixed Capital Investm. Company
1993	Brazil	FII	Fundo de Investimento Imobiliário
1994/2003	Canada	REIT	Real Estate Investment Trust
1995	Belgium	SICAFI	Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilière
1998	Turkey	REIT	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
1999	Singapore	S-REIT	Singapore REIT
2000	Japan	J-REIT	Japan REIT
2001	Korea	REIT	Real Estate Investment Trust
2003	France	SIIC	Société d'Investissements Immobiliers Cotée
2003	Hong Kong	REIT	Real Estate Investment Trust
2003	Taiwan	REIT	Real Estate Investment Trust

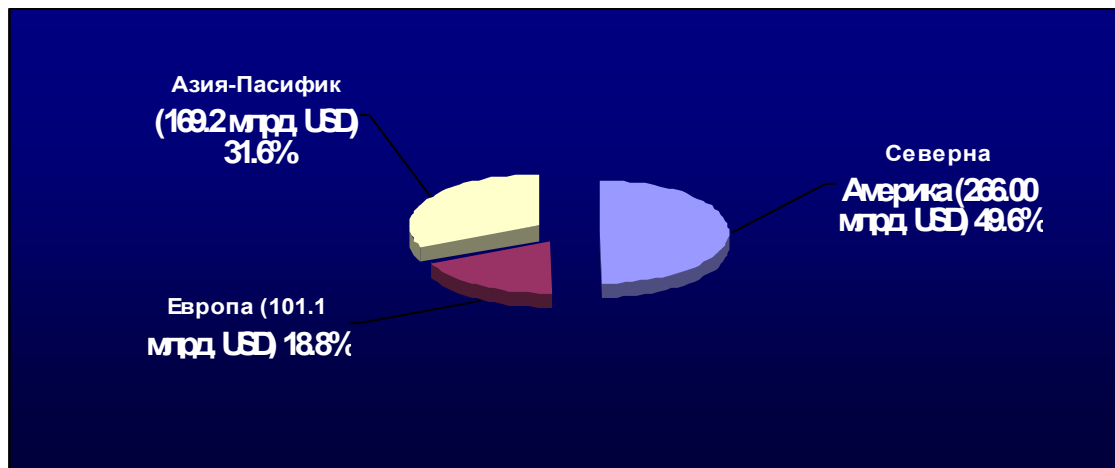
**Фиг. 8. Години на възникване на REITs в отделни държави и техните наименования.**

Източник: <http://www.ubs.com/4/outlook/konjunktur/e/20.pdf>.

В повечето държави се придържат към стандартното наименование REITs, или се добавя отличителен символ: J-REITs - в Япония, S-REITs - в Сингапур, G-REITs – в Германия. Има и държави, в които са приети наименования и символи, отговарящи на националната им терминология: Белгия, Франция и редица други.

<sup>53</sup> На картата не са показани държави като България, Русия, Румъния, Индия, Шри Ланка и др. (вж. в следващите части на изложението).

В световен мащаб, към началото на 2005 г., общата пазарна капитализация на REITs е над 500 млрд. USD, като са оформени три главни центъра на REITs-пазара (вж. фиг. 9).

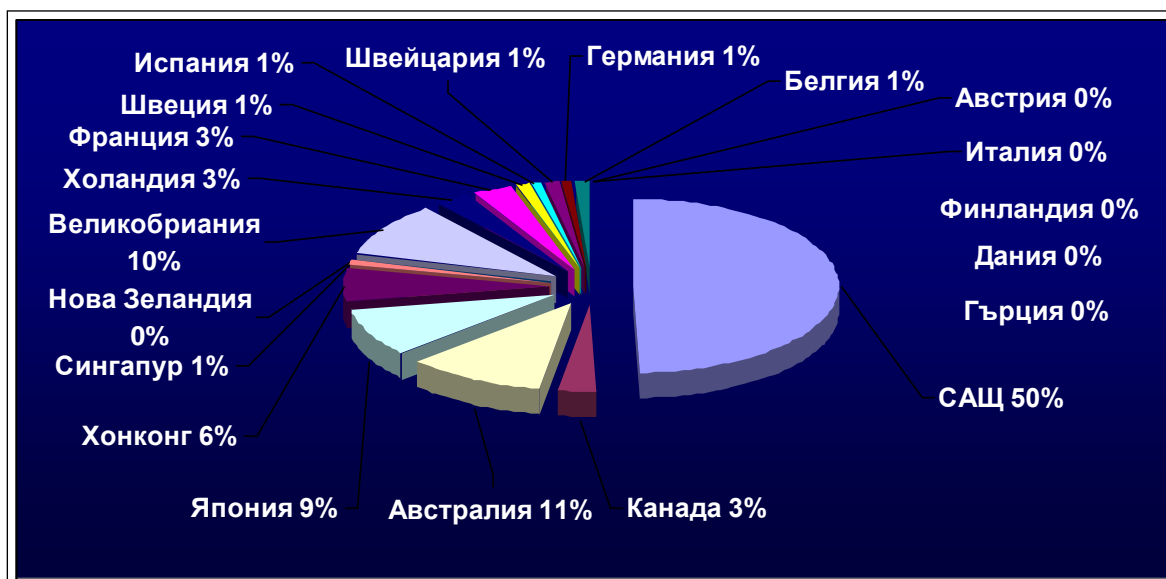


**Фиг. 9. Регионално разпределение на публично търгуваните REITs през 2004 година на база пазарна капитализация (в млрд. USD).**

Източник: Conner, Ph. Global REITs: A New Platform of Ownership. Pramerica Real Estate Investors, 2005.

Един кратък преглед по държави, направен на базата на данните във фиг. 10 и табл. 3, безспорно показва лидерската позиция на САЩ, както по брой на REITs, така и по пазарна капитализация, която е 50% от световния пазар. В региона на Азия-Пасифик този тип инвестиционни схеми са най-развити в Австралия, Япония и Хонг Конг, а в Европа – във Великобритания<sup>54</sup>, Холандия и Франция. Прави впечатление, че средната пазарна капитализация на REITs във водещите страни от Азия-Пасифик е по висока от тази в САЩ (1380.54 млн. USD): в Япония тя е 3273.33 млн. USD, в Хонконг – 2767.7 млн. Средната пазарна капитализация на REITs в Холандия и Франция също изпреварва тази в САЩ, от което може да се направи изводът, че в редица държави REITs-пазарът е концентриран между по-малък брой икономически субекти с по-голяма инвестиционна мощ.

<sup>54</sup> Във Великобритания нормативното регламентиране на REITs стана факт от началото на 2006 г., но анализаторите считат, че там подобен пазар вече е формиран. Вж. по-подр. частта, отнасяща се до развитието на REITs в страните от ЕС.



**Фиг. 10 Структура на световния REIT (ДСИЦ) пазар на база на пазарната капитализация към 1 януари 2005 година.**

Източник: McDonald, L. The Case for Global Real Estate Securities. CRA RogersCasey, LLC, 2005.

*Таблица 3*

**REITs в отделни държави към 1 април 2004 година**

Държава	Брой компании	Пазарна капитализация (млн. USD)
САЩ	173	238,833
Великобритания	33	43,165
Япония	12	39,280
Австралия	18	33,871
Хонконг	10	27,677
Канада	24	12,803
Холандия	8	12,125
Франция	6	9,913
Швеция	8	5,243
Сингапур	7	3,211
Швейцария	5	2,671
Испания	2	2,338
Германия	3	2,012
Италия	4	1,979
Австрия	1	1,619
Белгия	2	1,561
Финландия	2	697
Гърция	1	131
Общо	319	439,127

Източник: REITs: Spreading Around the World.

<http://www.nareit.com/portfoliomag/04sept/oct/vested.shtml>

На базата на данните и направените разсъждения може да се обобщи, че REITs (ДСИЦ) са нов по същество, но бързо утвърждаващ се субект на пазара на недвижима собственост и капиталовите пазари. Те имат значима роля както за отделните

инвеститори, така и за икономиката като цяло. Причините за това могат да се търсят в три основни направления: в същността им като финансов инструмент, в правно-организационните изисквания към тях, и най-вече в икономическата ефективност от дейността им. Във връзка с това систематизирано може да се посочи следното<sup>55</sup>:

а) Пазарът на недвижима собственост и строителният бранш са елементи на реалния сектор на икономиката, който по същество е предпоставка за развитие на финансовия сектор и на всички останали пазари. REITs са именно връзката между този фундаментален пазар и финансовите пазари като цяло.

б) ДСИЦ допринасят както за развитието на реалния сектор на икономиката, така и за диверсифицирането на инвестиционните портфейли на капиталовите пазари.

в) REITs се утвърждават като основен инвестиционен еталон (бенчмарк) за измерване на резултатите от дейността на пазарите на ценни книжа.

г) Дейността на REITs се подчинява на специфични изисквания за професионално управление на самото дружество и недвижимите имоти, разкриване на информация и прозрачност, което завишава степента на корпоративно управление в този тип дружества.

д) В резултат на това ДСИЦ са икономически ефективни, характеризират се с висока доходност, ликвидност и защита на интересите на инвеститорите, а успешното им функциониране е предпоставка за развитието на пазара на недвижима собственост, на капиталовия пазар и на икономиката в цялост.

За да се докажат посочените твърдения, могат да се приведат различни доказателства, като на първо място следва да се изяснят предимствата на REITs като тип колективна инвестиционна схема. Вече беше посочено, че ДСИЦ инвестират набрани чрез емисия на ценни книжа парични средства в недвижими имоти. В резултат на това е налице непряко инвестиране в подобни имоти. От данните на фиг. 11 е видно, че REITs инвестират в различни по вид недвижими имоти, в резултат на което те формират портфейл от подобни имоти. Този портфейл се управлява, за да носи доходи на дружеството (респективно – на неговите акционери).



**Фиг. 11. Структура на инвестициите на US REITs в края на 2005 г.**  
Източник: <http://www.investinreits.com/learn/reitstory.cfm>, 8 юни 2006.

Следователно, от гледна точка на инвеститорите, при REITs е налице непряко инвестиране в недвижими имоти, а не пряко закупуване на недвижима собственост.

<sup>55</sup> Вж. по-подр. тези въпроси в следващите части на изложението.

Този тип инвестиране се счита за отличителна характеристика на ДСИЦ и е свързан със следните основни предимства пред прякото инвестиране в недвижими имоти<sup>56</sup>:

- възможност за индивидуално (дори и минимално) участие в специализиран инвестиционен пул (портфейл) от недвижими имоти;
- инвестиция в хибриден инвестиционен продукт – едновременно финансова (акции) и реална (недвижима собственост) инвестиция, която запазва принципа за инвестиране в нискорискови дълготрайни активи, каквито са недвижимите имоти, и които традиционно запазват и повишават своята стойност (цена);
- професионално управление на портфейла от недвижими имоти;
- подходящ инвестиционен продукт за широк кръг от инвеститори: от банки и застрахователни компании до индивидуални инвеститори.

Следва също да се подчертае, че при тази колективна инвестиционна схема инвеститорите могат да разчитат на много по-голяма ликвидност на притежаваните от тях активи, както и на по-ниски транзакционни разходи отколкото при директното инвестиране в недвижима собственост. Като цяло REITs запазват предимствата, които дава инвестирането в недвижими имоти, в т.ч. и директното им придобиване<sup>57</sup>: възможността за диверсификация на портфейла от активи, гарантиране на стабилни текущи доходи и инфлационна защита.

Следващият момент, който трябва да се изясни, са специфичните правно-организационни изисквания към REITs и тяхната дейност. Във връзка с това може да се посочи следното:

а) за разлика от стандартните публични дружества при ДСИЦ е налице по правило лицензионен режим, което е предпоставка за по-ефективно инвестиране на средствата, и тези дружества осъществяват дейността си под наблюдението на специален регулаторен орган;

б) REITs са “транзитни”, “данъчно неутрални” компании, при които се избягва двойното данъчно облагане на техните инвеститори;

в) ДСИЦ по правило да дължни да разпределят по-голямата част от печалбата си под формата на дивиденди между акционерите;

г) за да са действителни публични компании, в повечето държави се предвиждат минимален брой акционери и ограничения във възможността за контрол над REITs;

д) за да са защитени интересите на инвеститорите, в ДСИЦ са налице специфични законови изисквания към дейността им, отнасящи се до възможностите за инвестиране на средствата, набрани от инвеститорите.

На базата на обобщените предимства на колективната инвестиционна схема за индиректно инвестиране в недвижима собственост с представените по-горе специфични изисквания към REITs, е възможно да се систематизират следните по-важни отличителни характеристики на ДСИЦ:

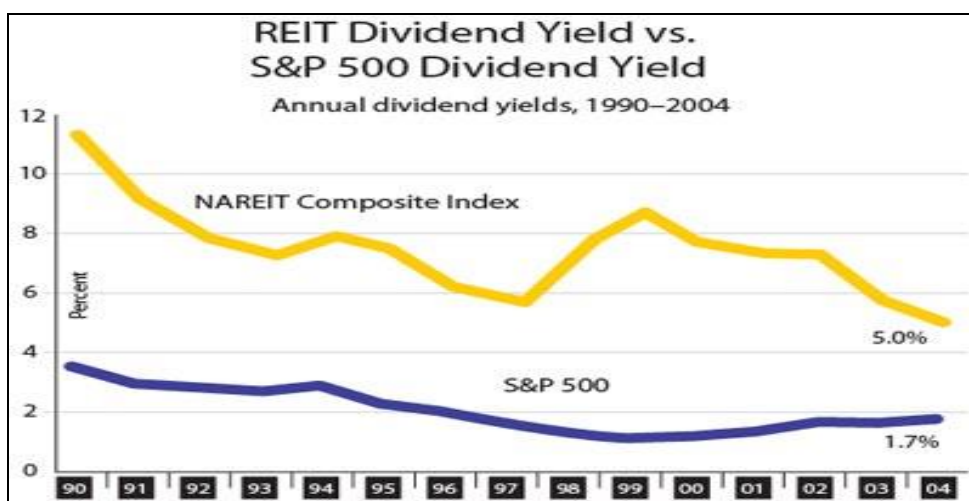
а) Те носят стабилни текущи доходи под формата на дивиденди, тъй като REITs в общия случай получават регулярно приходи от наем на недвижимите имоти, формират печалба и са длъжни да разпределят под формата на дивиденди по-голямата част от нея. Дивидентните доходи от REITs са по-високи в сравнение с доходите от

---

<sup>56</sup> Уеб-страница на дружество БенчМарк.

<sup>57</sup> Въпросите, свързани с формирането и управлението на портфейли от недвижими имоти и принципите в това отношение, са изключително актуални, авторът работи върху тях, но поради ограничения обем на дисертационния труд същите не са включени в неговия обхват.

ценни книжа на други компании<sup>58</sup>, а нивото им на нарастване изпреварва темпа на инфлация (вж. данните на фиг. 12 и 13).



**Фиг. 12.** Дивидентна доходност (%) на REITs и компаниите, включени в S&P 500 в периода 1990-2004 г.

Източник: [www.nareit.com](http://www.nareit.com), 27 юли 2005 г.



**Фиг. 13.** Сравнение между нивото на дивидентите (Dividend Growth) и темпа на инфлация (Consumer Price Index) в периода 1992-2003 г.

Източник: <http://www.investinreits.com/reasons/dividends.cfm>, 8 юни 2006.

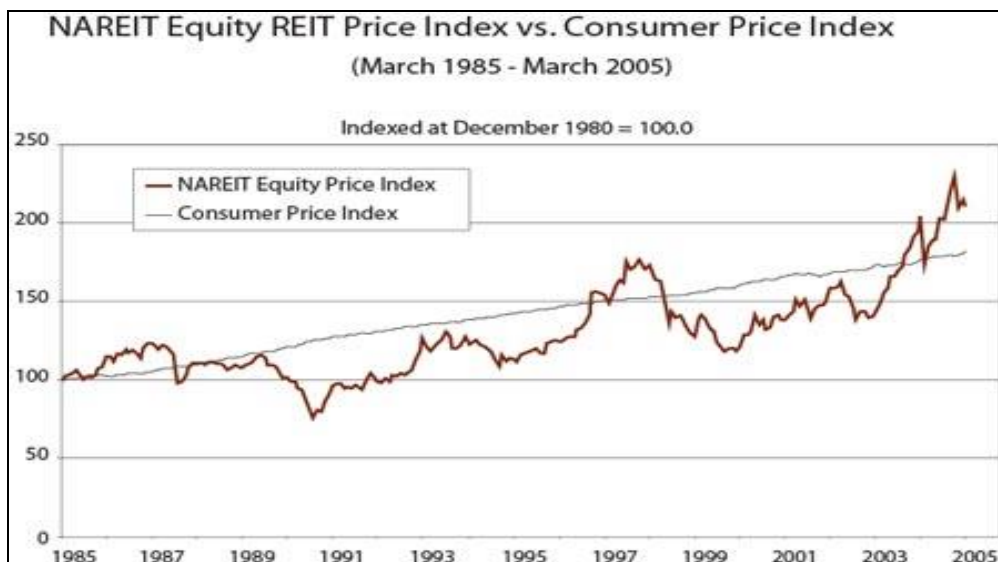
б) Цените на акциите на REITs са стабилни, тъй като тези дружества се търгуват на база на относително фиксирани приходи, които могат да бъдат предвидени. За тази стабилност благоприятства и периодичната преоценка на стойността на активите. REITs обаче са били и обект на пазарни сътресения и намаляване на цените.

в) Вложенията в REITs са устойчиви на инфлация, което се дължи на посочения факт за периодична преоценка на активите от една страна, а от друга – на факта, че по правило приходите от наеми обикновено се обвързват с индекса на инфлация. Тук не се разглежда специфичният случай на икономическа депресия, който засяга всички

<sup>58</sup> Съществуват и изключения, които се разглеждат при представяне на REITs в САЩ.

сектори на икономиката, и при който наемните плащания също ще изостанат от темпа на инфлация.

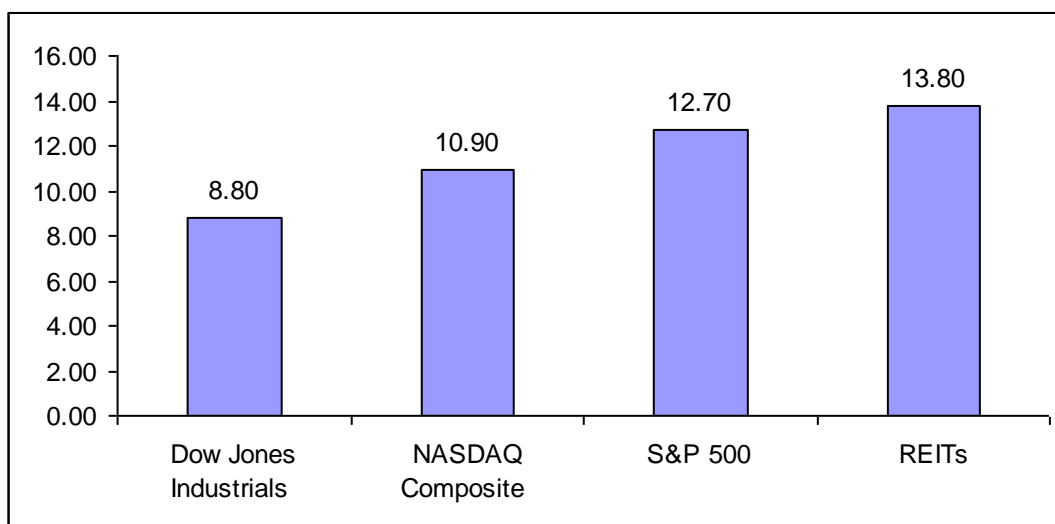
Описаните в последните две точки обстоятелства могат да се онагледят с помощта на фиг. 14.



**Фиг. 14.** Сравнение между измененията на цените на REITs (NAREIT Equity Price Index) и индекса на потребителските цени (Consumer Price Index)

Източник: [www.nareit.com](http://www.nareit.com), 27 юли 2005.

г) Възвръщаемостта на вложенията в REITs е висока. Този извод следва като логическо заключение, направено в предходните три подточки. Тя се формира на базата на текущите доходи и осигурения дългосрочен растеж на цените на акциите, които ги предпазват от инфлация. Именно тази висока възвръщаемост представлява значим интерес за множество индивидуални институционални инвеститори (вж. фиг. 15).



**Фиг. 15.** Средногодишна обща възвръщаемост в % в периода декември 1975 – декември 2005 г.

Източник: <http://www.investinreits.com/reasons/performance.cfm>, 8 юни 2006.

Посочените характеристики на REITs и емпиричните данни, които са представени, не трябва да се абсолютизират. На този етап делът на публично търгуваните недвижими имоти в общия пазар на недвижима собственост в световен мащаб е около 11%, което е видно от табл. 4.

Таблица 4

**Относителен дял на публично търгуваните недвижими имоти (чрез REITs) в общия пазар на недвижима собственост**

№	Държава/регион	Общ пазар на недвижими имоти (млрд. USD)	Публично търгувани недвижими имоти (млрд. USD)	Относителен дял (%)
1	САЩ	2525	303	12%
2	Континентална Европа	1500	60	4%
3	Япония	705	71	10%
4	Нонг Конг / Китай	540	70	13%
5	Великобритания	490	83	17%
6	Австралия	100	52	52%
7	Азия (други страни)	88	8.8	10%
8	<b>Общо</b>	<b>5948</b>	<b>654</b>	<b>11%</b>

Източник: UBS Global Real Estate Analyzer – June 2004, AEW по McDonald, L. The Case for Global Real Estate Securities. CRA RogersCasey, LLC, 2005.

Следователно, както при всеки друг финансов инструмент, и тук са налице определени рискови фактори и критерии за формиране на инвестиционните решения. Рисковете обикновено се описват в проспектите, които ДСИЦ са длъжни да оповестят на инвеститорите. Емитентите са длъжни да запознаят потенциалните инвеститори със следните основни групи рискове<sup>59</sup>:

а) Общите (системни) рискове са тези, които се отнасят до всички икономически субекти в една държава, и са резултат от външни за REITs фактори. Компаниите могат само да ограничават влиянието на тези фактори чрез събиране и анализ на определена информация и обстоятелства и предприемане на съответни управленски решения. Към тези рискове се отнасят: политически риск; неблагоприятни промени в законодателството; риск от достъп до финансиране на инвестициите в недвижими имоти; риск от забавен икономически растеж; кредитен риск; валутен риск; инфлационен риск; други системни рискове като забавянето на световното или регионално икономическо развитие, военни действия, гражданско неподчинение, природни бедствия или други форсмажорни обстоятелства.

б) Рисковете при инвестиране в недвижими имоти (секторните рискове), свързани със спецификата на инвестирането в недвижима собственост: неблагоприятни изменения на пазарните цени; намаляване на пазарните цени на недвижимите имоти, намаляване на равнището на наемите, увеличаване на цените на строителството, повишаване на застрахователните премии; забава при придобиване или продажба на имоти, доколкото пазарът на недвижими имоти понякога е твърде

<sup>59</sup> Вж. за конкретното проявление на тези рискове в т. 2.1, отнасяща се до представянето на пазара на недвижима собственост в България. С оглед на прагматизма, описанието на рисковете е направено съобразно подхода, възприет от повечето ДСИЦ у нас.

неликвиден; зависимост на ДСИЦ от наемателите на недвижими имоти, т.е. от тяхното финансово състояние и редовно заплащане на наемите; прекомерна вакатност (свободни имоти) и/или необходимост от преустройство на съществуващи имоти; рискове, свързани със строителството/ремонтирането на недвижими имоти; конкуренция за ограничените обекти на инвестиране; непокрити от застраховка загуби; рискове, специфични само за определено ДСИЦ, като кратката история на емитента и напускане на ключови служители.

в) Рискове, характерни за акциите, предмет на публичното предлагане. Тук се отнасят: ценовият риск; ликвидният риск; инфлационният риск; валутният риск.

### 1.2.1.2. Роля на ДСИЦ за развитието на икономиката и капиталовите пазари.

Ролята на REITs за развитието на икономиката и капиталовите пазари се представя схематично, по примера на САЩ, през призмата на следната логика:

а) REITs са дружества, които притежават способността непрекъснато да увеличават капитала си, който инвестират в реалната икономика. Приложение 3 и приложение 4 безспорно доказват този факт, като едновременно с това дават представа за структурата на привличания капитал (висок дял на заемните средства) и за значимия инвестиционен интерес към предложените за закупуване акции на REITs<sup>60</sup>.

б) Като резултат от ефективното влягане на акумулираните капитали REITs носят висока дивидентна<sup>61</sup> и капиталова доходност на инвеститорите.

в) Високата дивидентна и капиталова доходност води до значима обща възвръщаемост на REITs, която като цяло изпреварва възвръщаемостта при друг тип инвестиции<sup>62</sup>.

Този извод не бива да се абсолютизира, тъй като REITs също са подложени на въздействието на различни конюнктурни колебания и е възможно за определен период в тяхната възвръщаемост да настъпи срив. Доказателство за това са данните в табл. 5, които са за две последователни тримесечия. От тях се вижда, че през първото тримесечие на 2005 г. възвръщаемостта на REITs е отрицателна.

Таблица 5

#### Обща възвръщаемост на US-REITs през последното тримесечие на 2004 и първото тримесечие на 2005 г.<sup>63</sup>

(%)				
№	Тримесечие / Показател	WARESI	RMS	S&P 500
1	Четвърто 2004 г.	16.46	15.32	9.2
2	Първо 2005 г.	- 6.43	- 7.44	-2.15

Източник: JP Morgan – REIT Market Update (периодични доклади).

<sup>60</sup> Данните позволяват да се направят и редица други изводи: налице са значими отклонения в абсолютния размер на привличания капитал през различните години, както и в относителния дял на източниците на финансиране.

<sup>61</sup> Вж. за тази доходност фиг. 12.

<sup>62</sup> Вж. фиг. 15.

<sup>63</sup> Dow Jones Wilshire Real Estate Securities Index (WARESI) е индекс за обща възвръщаемост, включващ публично търгуваните REITs и компаниите, опериращи с недвижима собственост, с изключение на REITs със строго специална цел и REITs от здравеопазването. Morgan Stanley REIT Index (RMS) е индекс за обща възвръщаемост, включващ най-активно търгуваните се REITs.

г) В резултат на високата си възвръщаемост и ниската корелация с другите пазарни сегменти REITs спомагат за диверсификацията, повишаването на доходността и намаляването на риска на инвестиционните портфейли на капиталовите пазари, а с това – за развитието на икономиката като цяло (този извод се доказва от данните в приложение 5).

д) Като допълнение може да се добави, че освен тези емпирични данни съществуват и задълбочени изследвания на информационната ефективност на пазара на REITs, и влиянието ѝ върху капиталовия пазар и икономическата активност. В резултат на подобно изследване на пазара на недвижима собственост за периода 1979 – 2001 г.<sup>64</sup> се достига до важния извод, че REITs осигуряват по-висока информационна ефективност отколкото капиталовия пазар като цяло, и че в голяма степен възвръщаемостта на капиталовия пазар зависи от възвръщаемостта на REIT. Резултатите водят до схващането, че пазарът на недвижима собственост е по-тясно обвързан с реалната активност в сравнение с капиталовия пазар<sup>65</sup>. Оказва се, че общата REIT възвръщаемост предхожда развитието на икономиката и че доходът от недвижими имоти може да предвиди подема или влошаването на икономическата активност<sup>66</sup>. Всички тези обосновани изводи доказват, че REIT-пазарът е изграден, за да бъде по-ефективен сегмент от капиталовия пазар като цяло. Счита се, че една от причините за това е високата концентрация на институционална собственост на REIT пазара.

## **1.2.2. Развитие на дружествата със специална инвестиционна цел в иотделни държави и региони**

### **1.2.2.1. Дружествата със специална инвестиционна цел в САЩ<sup>67</sup>**

Значимото развитие на US-REITs започва през 90-те години на XX в. В периода от 1960 до края на 80-те години те са сравнително неизвестни и неатрактивни за инвеститорите. След промени в законодателството през 1986 г. US-REITs стават в голяма степен самоуправляващи се и атрактивни за инвеститорите, но за да се защитят интересите на инвеститорите и заради тяхната специфика като икономическа структура, те следва да отговарят на редица изисквания.

За да се квалифицира една американска компания като REIT, тя трябва да се придържа към следните задължителни изисквания на Кодекса за вътрешни приходи (Internal Revenue Code)<sup>68</sup>:

- да е юридическо лице, което се облага като корпорация;
- да е управлявано от борда на директорите или членовете на управителния съвет;

<sup>64</sup> Вж. по-подр. Li, J., R. Mooradian, Sh. Yang. Economic Forces, Fundamental Variables, and REIT Returns. IBA, Boston.

<sup>65</sup> Подобен извод е напълно обективен, доколкото при REITs става въпрос за извършване на инвестиции в реалния сектор на икономиката.

<sup>66</sup> Подобен ефект например се наблюдава в сферата на строителния бранш, в т.ч. в България, и това е напълно оправдано.

<sup>67</sup> Възникването и развитието на REITs в САЩ се използва в рамките на изложението като начин за общо представяне на ДСИЦ – вече са разгледани основните характеристики на този пазар. Поради това в тази точка е приет един специфичен подход – не се прави пълен анализ, а се обръща внимание на въпроси, които досега не са били засегнати. По този начин се изясняват и други аспекти от дейността на REITs.

<sup>68</sup> Антонев, Окс. “Бумажные” инвестиции в зарубежную недвижимость. [www.realtyinvest.ru](http://www.realtyinvest.ru).

- да се състои минимум от 100 акционери;
- да емитира акции, които са свободнопрехвърляеми;
- да изплаща годишно поне 90% от облагаемия си доход под форма на дивиденди на акционерите;
- да формира данъчнооблагаем доход;
- не повече от 50% от акциите ѝ да се държат от 5 или по-малко лица през последната половина от всяка облагаемата година;
- да инвестира поне 75% от всичките си активи в недвижими имоти;
- поне 75% от brutните ѝ доходи да са от наеми на недвижими имоти или от лихви от ипотеките на имоти;
- не повече от 20% от активите ѝ да се състоят от акции на облагаемите REIT филиали.

Систематично представяне на тези изисквания може да се направи в следните направления:

а) Броят на акционерите и структурата на акционерния капитал целят да запазят публичния характер на този тип компании и да повишат техния мениджмънт.

б) Структурата на активите, съобразно икономическите характеристики на REIT, основно е във високодоходна недвижима собственост и в първокласни ценни книжа с определена структура. Това цели минимизиране на рисковете пред дружеството и превръщането му в инвестиционно дружество. Така определената структура на активите гарантира и изисква определена структура и на източниците на доходи.

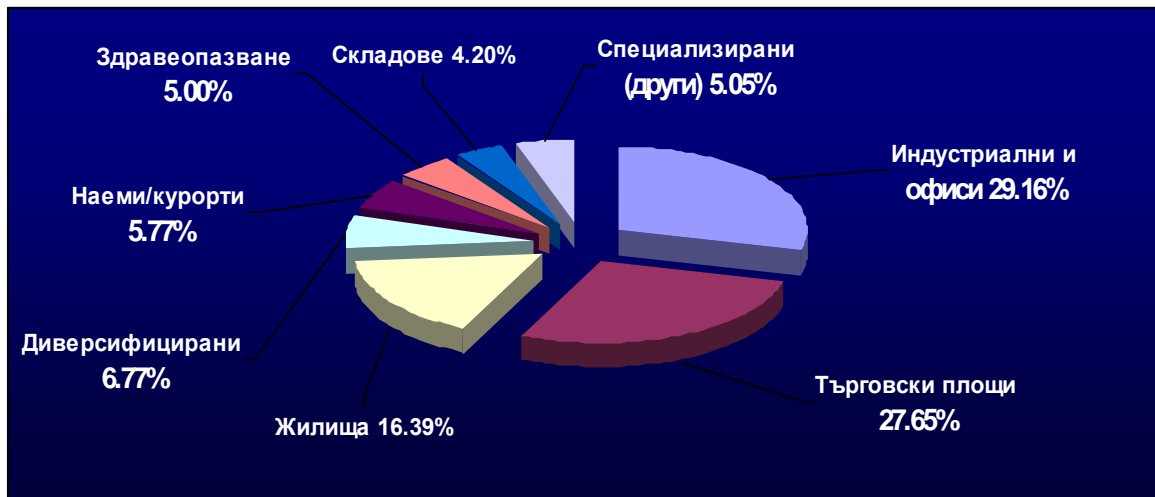
в) REIT са задължени да поддържат посочената структура на активите и на източниците на доходи, тъй като това е предпоставка, в процеса на разпределяне на печалбата, те да станат данъчно неутрални, прозрачни и ефективни. Те разпределят над 90% от печалбата като дивидент и този доход е необлагаем за REIT.

Следователно основните изисквания към REITs са по отношение на състава на акционерите, структурата на активите, източниците на доходи и разпределението на печалбата. В САЩ в тази връзка има конкретни изисквания<sup>69</sup>, в т.ч. за данъчното третиране. Нарушаването им води до наказания от страна на надзорния орган, като най-тежкото е загуба на данъчната прозрачност или данъчните преференции. Изгодите от данъчния REITs-режим обаче се оценяват от дружествата и това води до спазване на всички законови изисквания по отношение на разрешените инвестиции и запазване на публичния характер на REITs.

На фиг. 16, фиг. 17 и в приложение 6 са представени емпирични данни за американския REITs-пазар. Те дават реална представа за развитието му, като едновременно с това са подбрани точно данни, целта на които е да се направи и един специфичен за REITs извод:

---

<sup>69</sup> REITs в САЩ се използват като еталон (бенчмарк) за представяне на ДСИЦ и в други държави. За да се избегнат повторения тези конкретни изисквания (характеристики) са посочени в частите на изложението, където се представят страните от ЕС, Азия, Русия (вж. 1.2.2.2 и 1.2.2.3).



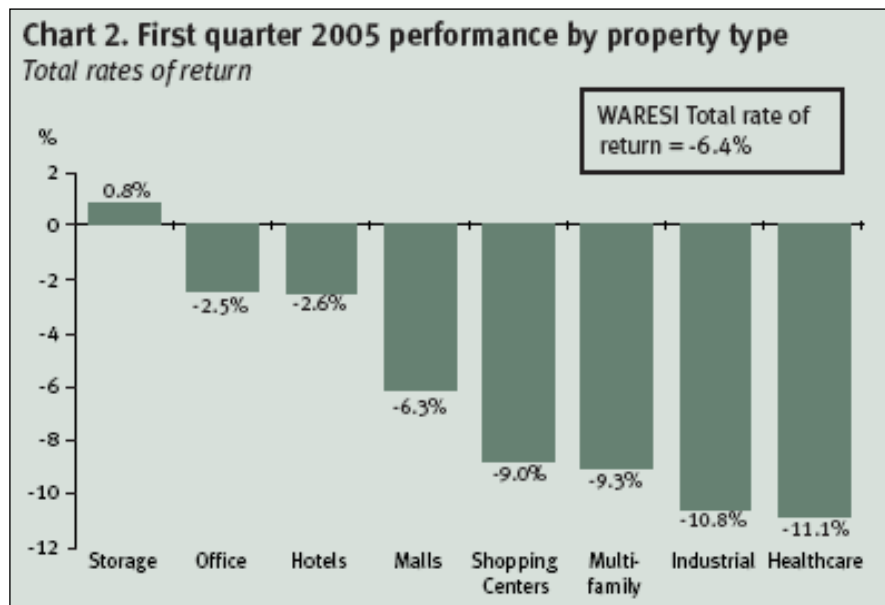
**Фиг. 16. Структура на инвестициите на US REITs към края на юни 2005 г. по основни сектори на недвижимата собственост.**

Източник: NAREIT.

а) Общият брой на REITs в САЩ в средата на 2005 година е 193 дружества, от които 152 инвестират в недвижими имоти. Общата им пазарна капитализация е над 276 млрд. USD.

б) Относителният дял на инвестициите в офиси и търговски площи е най-висок, но едновременно с това е значим и дялът на жилищата. Като цяло портфейлът на REITs в САЩ се характеризира с диверсификация и балансираност.

в) Към средата на 2005 г. всички сектори и подсектори (без един) на пазара на недвижими имоти са доходноосни. Най-висока възвръщаемост от началото на годината е регистрирана в регионалните центрове и складовете.



**Фиг. 17. Възвръщаемост на US REITs през първото тримесечие на 2005 г. по сектори на недвижимата собственост.**

Източник: JP Morgan – REIT Market Update, 2005.

г) Данните за възвръщаемостта на REITs през първото тримесечие на 2005 г. обаче дават възможност да се направи и един допълнителен извод. REITs не са “инвестиционна панацея” и при тях също са възможни сривове. Съществува специално изготвена периодична таблица на инвестиционната възвръщаемост<sup>70</sup>, която показва, че възвръщаемостта на REITs като цяло е висока, и всеки потенциален инвеститор би следвало да включва тези компании в своя портфейл. Едновременно с това има периоди (края на 80-те и 90-те години на миналия век), през които REITs не са били удачна инвестиционна алтернатива. Подобна е ситуацията в началото на 2005 г. През първото тримесечие REITs-пазарът отбелязва отрицателна възвръщаемост, която е преодоляна през второто тримесечие. Нивата от 2004 г. на годишна база обаче едва ли могат да бъдат достигнати.<sup>71</sup>

### **1.2.2.2. Дружествата със специална инвестиционна цел в страните от Европейския съюз<sup>72</sup>.**

ДСИЦ все повече се утвърждават като ефективна инвестиционна схема на пазара на недвижима собственост и на капиталовите пазари в страните от ЕС. Този процес обаче се характеризира с някои особености, чието изясняване може да хвърли допълнителна светлина върху REITs-пазара вобще.

Страни с типични REITs дружества в ЕС са<sup>73</sup>: Холандия (FBI, регламентирани от 1972 г.), Белгия (SICAFI, регламентирани през 1995 г.) и Франция (SIIC, въведени през 2003 г.). Следва да се отбележи, че REITs на практика са въведени и в Люксембург от 1988 г., в Испания и Италия през 1994 г., в Гърция през 1999 г. (REIC - Real Estate Investment Company) и други страни<sup>74</sup>. Сред страните, в които има функциониращи REITs, не се посочват Германия и Великобритания, където те са регламентирани едва от 2006 г., съответно като G- REITs и PIF<sup>75</sup>. В много изследвания и британският, и германският пазар на REITs се отчитат като пазарна капитализация, относителен дял, състояние и перспективи. Поради това трябва да се отбележи, че типичните REITs, в техния американски вариант, следва да отговарят на изискванията за:

- а) изрично законодателно регламентиране;
- б) данъчна прозрачност (неутралност) и данъчни преференции за акционерите;
- в) търгуване на REITs на фондовата борса.

Отделно от това има компании, които инвестират в недвижими имоти и се търгуват публично. Много често обаче (и най-вече именно в страните от ЕС) анализът

---

<sup>70</sup> Вж. Franklin Templeton Investment Private Client Group, franklintempletonpcg.com.

<sup>71</sup> Данните от края на 2005 г. потвърждават тези разсъждения, и общата възвръщаемост на REITs (средно за всички дружества 12.16%) е близо три пъти по-ниска в сравнение с 2004 г. В края на април 2006 г. възвръщаемостта е отново отрицателна (- 3.72%), в т.ч. на всеки един пазарен сегмент. Източник: <http://www.nareit.com/library/performance/Prop0604.xls>

<sup>72</sup> В рамките на настоящата точка се запазва подходът приложен при представяне на US REITs: избягва се повторението на изяснени фундаментални въпроси, и се търсят главно спецификата на ДСИЦ в европейските страни и тенденциите в тяхното развитие, за да се добие по-пълна представа за REITs като цяло.

<sup>73</sup> Вж. фиг. 8 за пълните им наименования.

<sup>74</sup> В Испания се използват наименованията Real Estate Investment Funds (REIF) или Fondos de inversión inmobiliaria и Real Estate Investment Companies (REIC) или Sociedades de inversión inmobiliaria), в Италия - Fondi di Investimento Immobiliare (FII), в Швейцария - Fonds de Placement Immobilier (FPI).

<sup>75</sup> Property Investment Funds – това е предложението на правителството, а не UK- REITs.

на REITs-пазара не се разграничава от този на публично търгуваните недвижими имоти или се прави паралелно с него<sup>76</sup>.

С оглед на всичко това европейският REITs-пазар може да се използва като основа за изясняване на следните обстоятелства:

а) Типичната отличителна характеристика на REITs е задължението за разпределение на печалбата между акционерите<sup>77</sup>. Това обстоятелство ги прави атрактивни за множество инвеститори, жизнени и способни да акумулират капитал. Това изискване е свързано с изрично регламентиране и лицензиране на дейността на REITs, надзор, изисквания за професионално управление, прозрачност и висока степен на информираност, респективно – търгуване на фондова борса. Разковничето за успеха на REITs сред инвеститорите е данъчният режим<sup>78</sup> и това обяснява защо толкова внимателно се процедира с въвеждането на истински REITs в Германия и Великобритания, където се провеждат широки дебати<sup>79</sup> и изследвания, свързани с ефективното им функциониране от 2006 г.

б) Налице е трайна тенденция за глобализация на REITs-пазара, и за достигане на относителния му дял до 90% от общата пазарна капитализация на публично търгуваната недвижима собственост. Този процес се засилва най-вече от поэтапното въвеждане на REITs в Германия и Великобритания. Данните, посочени в приложения 8-11, са безспорно доказателство за все по-голямата роля на REITs както на европейския пазар на недвижима собственост, така и в световен мащаб.

в) Сегментацията на пазара на недвижими имоти в Европа съществено се различава от тази в САЩ.

Таблица 6

**Инвестиционни сегменти на пазара на недвижими имоти в периода 2000-2001 година в някои държави от Европа (в %)**

№	REIT и фондове	Офиси	Търговски Площи	Жили ща	Индустриални /логистични	Други
1	SICAFI	65	3	5	13	14
2	PIF	30	61	N/a	7	2
3	G - open-end fund	72	16	N/a	8	4
4	UK фондове	21	55	3	13	8

Източник: Lindberg, L. Property Investment Vehicles: An International Comparison. Royal Institute of Technology, Stockholm, 2002.

<sup>76</sup> Във връзка с това може да се посочи, че през 1999 година Европейската асоциация на публичните недвижими имоти (European Public Real Estate Association - EPRA), Euronext (Европейската фондова борса) и NAREIT, създават единен EPRA/NAREIT Global Real Estate Index, включващ 246 компании (в т.ч., които не са REIT) с обща пазарна капитализация от 415 млрд. USD.

<sup>77</sup> Вж. доказателствата за този извод в приложение 7. Данните, посочени в него, както и в други части на изложението, показват, че: съществуват REITs, които не се търгуват публично; налице са компании, сходни с REITs по освобождаването им от облагане с корпоративен данък, по изискванията за структура на активите и т.н.

<sup>78</sup> Вж. по-подр.: A comparison of the major REIT regimes in the world. EPRA, 2004.; Veld, H. Does Tax Transparency Pay? Investment Property Databank Ltd., 2005.

<sup>79</sup> Във Великобритания те започват през 2004 година, а на следващата година правителството подлага на широко обсъждане специален документ по тази проблематика "UK Real Estate Investment Trusts: a discussion paper". Становище по него вземат дори NAREIT, EPRA (Европейската асоциация за публичната недвижима собственост), множество изследователски организации и практики.

Таблица 7

**Инвестиционни сегменти на 10-те най-големи публични компании за недвижими имоти от Европа към 1 януари 2005 (в %)**

№	REIT и фондове	Офиси	Търговски Площи	Жилища	Индустриални /логистични	Други
1	British Land	43	52			5
2	Land Securities	44	48		5	3
3	Gecina	58		42		
4	Liberty International	9	91			
5	Rodamco Europe	10	87		3	
6	Unibail	47	44			9
7	Hammerson	31	69			
8	Slough Estates	16	17		50	17
9	Klépierre	18	82			
10	Inmobiliaria Colonial	81	10	5	2	2

Източник: Suárez, J., Amp. Vassallo. Indirect Investment in Real Estate: Listed Companies and Funds. University of Navarra, 2005.

От данните в табл. 6 и табл. 7 се вижда, че в Европа относителният дял на инвестициите в офиси и търговски центрове е значително по-голям, отколкото в САЩ, докато делът на жилища е много малък<sup>80</sup>. Друг извод, който може да се направи, е, че водещите компании в Европа се ориентират основно към един или най-много два сегмента на пазара на недвижими имоти<sup>81</sup>.

В заключение може да се направи изводът, че REITs в ЕС ще привличат все по-голям инвеститорски интерес и процесите на тяхната институционализация ще продължават. Те ще окажат влияние и върху пазара на недвижима собственост в световен мащаб.

### 1.2.2.3. Дружества със специална инвестиционна цел в някои други страни.

Третият основен регион, в който REITs са получили масово разпространение, е зоната на Азия-Пасифик. Кратка характеристика на този регион може да се направи на базата на данните от сравнителна табл. 8 и фиг. 18<sup>82</sup>:

а) Австралия се счита за втори по големина REITs-пазар в света и е втората държава в глобален мащаб, в която през 1971 г. възникват подобни дружества<sup>83</sup>.

б) Нормативната уредба и изискванията към дейността на REITs в този регион в голяма степен възпроизвеждат тези на американските компании. Това се отнася най-

<sup>80</sup> Този факт обяснява в голяма степен и ориентацията на чуждестранните инвеститори у нас към изграждането на офиси и търговски центрове, като едновременно с това показва, че тази пазарна ниша е в голяма степен заета.

<sup>81</sup> Срв. с инвестиционните програми на ДСИЦ у нас, разгледани в следващите части на изложението.

<sup>82</sup> Вж. и основните данни за глобалните параметри на REITs-пазара в началото на изложението.

<sup>83</sup> Тук те носят наименованието Listed Property Trust (LPT).

вече до такива фундаментални черти като разпределението на печалбата под формата на дивиденди (в някои държави от Азия-Пасифик 100%), данъчната неутралност, структурата на инвестициите и контролът върху дружествата. Нещо повече - като наименования на тези дружества в Япония се използва J-REITs, а в Сингапур - S-REITs.

в) Прави впечатление, че структурата на инвестициите на REITs в региона се различава видимо от тази в САЩ. Това се отнася най-вече до значителния дял на офис сгради, и по-малкия дял на жилища и търговски центрове.

г) В региона се предприемат значими действия по отношение на развитието на пазара на недвижими имоти и REITs-пазара, като ежегодно се провеждат форуми на най-високо ниво по тези проблеми<sup>84</sup>.

Таблица 8

**Основни сравнителни характеристики на REITs от региона на Азия и Пасифика с тези на САЩ**

Нормативна уредба/Изисквания	Хонконг	Сингапур	Япония	Южна Корея	САЩ	Австралия
Правна структура	тръст (обединение)	тръст (обединение) или взаимен фонд	инвестиционен тръст или корпорация	Корпорация	корпорация	тръст (обединение)
Локализация на инвестициите	само в страната	неограничена	неограничена	неограничена	неограничена	неограничена
Минимален срок на дейност	2 години	Няма Минимум	няма минимум	няма минимум	няма минимум	няма минимум
Ограничени (структура) на акционерите	няма специални изисквания, ако е налице минимум публично предлагане	акционерите с дял над 5% от REIT уведомяват мениджмънта на REIT	мажоритарните акционери не могат да притежават повече от 75% от REIT	никой инвеститор не може да притежава повече от 10% от REIT	не повече от 5 акционера могат да държат повече от 50% от REIT	всеки акционер с над 20% се регулира от устава на компанията
Инвестиции в недвижими имоти (%)	най-малко 90%	най-малко 70%	най-малко 75%	най-малко 70%	най-малко 75%	няма изисквания
Разпределение на печалбата под формата на дивиденди (%)	100%	100%	най-малко 90%	най-малко 90%	най-малко 90%	100%
Капиталова структура (Gearing - %)	35% от нетната стойност на активите	35% от всички активи	неограничена	не се допускат заеми за инвестиции	неограничена	неограничена

<sup>84</sup> Към края на 2005 г. са проведени 4 регионални форума, посветени на пазара на недвижими имоти, и 2 – на REITs.

Данъчна неутралност	Не	Да	Да	-	Да	-
Данъчни облекчения за акционерите	Не	Да	Да	Да	Да	Да

Източник: Carnachan, Sc. Real Estate Investment Trusts in Asia. Deacons, 2003;  
Leung, C. Globalization of Real Estate Markets, The Asia-Pacific Perspective. DTZ, 2005.



**Фиг. 18.** Структура на инвестициите в недвижими имоти в региона на Азия-Пасифик.

Източник: Leung, C. Globalization of Real Estate Markets, The Asia-Pacific Perspective. DTZ, 2005.

Друга държава, която представлява интерес поради значимата си икономическа мощ и потенциал, е Русия<sup>85</sup>, където REITs са регламентирани от края на 2001 г. със специален федерален закон “За инвестиционните фондове”. С него е предвидено и създаването на Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости (ЗПИФН), които са руският вариант на REITs. Основните характеристики на REITs и ЗПИФН са показани в табл. 9. Най-общите изводи, които могат да се направят на базата на тези данни, са следните:

а) като цяло ЗПИФН-режимът в Русия е много по-либерален, отколкото REITs-режимът в САЩ;

б) в Русия дори не е налице задължение да се разпределя част от печалбата под формата на дивиденди, но това не пречи на анализаторите да определят ЗПИФН като руски вариант на REITs;

<sup>85</sup> Интерес представляват и съседните на България държави, но данните за тях са ограничени. Във връзка с присъединяването си към ЕС Румъния също предприема хармонизацията на своето законодателство с европейското, в т.ч. – и в областта на развитието на капиталовите пазари. През юли 2004 г. е приет нов Закон за ценните книжа и капиталовите пазари, който регламентира и въвеждането на REITs. Предвидено е те да започнат да функционират от юли 2005 г. REITs в Румъния ще бъдат организирани като договорни (взаимни) фондове (mutual funds т.е. open-ended funds, съгласно другия използван термин). В Турция REITs функционират от края на 1997 г. В момента 10 подобни компании се търгуват на Истанбулската фондова борса, като общата им пазарна капитализация е над 1500 млн. USD.

Таблица 9

**Сравнение на основните характеристики на руските ЗПИФН и REITs**

Характеристика	REITs в САЩ	ЗПИФН в Русия
Организационно-правна форма	Компания	Договорен фонд (имуществен комплекс) без образуване на юридическо лице
Изискване за минимален брой акционери/съдружници	Не по-малко от 100. Не повече от 50% от акциите могат да принадлежат на 5 или по-малко акционери	Няма специални изисквания
Изисквания към структурата на активите	Най-малко 75% трябва да са инвестирани в действаща недвижима собственост (съществува разделение между действаща и изграждаща се собственост)	Структурата на активите се определя по законодателен ред, но разделение между инвестиции в действаща недвижима собственост и строителство не съществува
Изисквания към източниците на доходи	Най-малко 75% от brutния доход трябва да е получен от наемни плащания или от лихви по ипотечни кредити	Няма специални изисквания
Изисквания за разпределение на дохода (печалбата)	Най-малко 90% от печалбата трябва да се раздели между акционерите под формата на дивиденди	Няма специални изисквания
Периодичност на разпределение на дохода	Текущо изплащане – месечно и тримесечно	Няма специални изисквания
Данъчно облагане	Едностепенно, облекчено	Едностепенно
Търгуване на фондова борса на акциите/дяловете	Акциите на по-голямата част от REITs се търгуват на фондова борса	От 48 фонда само 4 ЗПИФН се търгуват на борса
Използване на имуществото на фонда за получаване на кредити	Не е забранено	Забранено

Източник: В-к “Коммерсантъ” № 89 (3173), 19.05.2005.  
<http://www.kommersant.ru/content.html?IssueId=23407>.

в) данните безспорно доказват застъпеното по-рано становище, че не е задължително REITs да е юридическо лице;

г) още веднъж се доказва практиката в някои страни дружествата, инвестиращи в недвижими имоти, да не се търгуват на фондовата борса, но едновременно с това да се считат за REITs въз основа на други критерии – изисквания към структурата на капитала, лицензиране и надзор и т.н.

В заключение може да се посочи, че процесите на глобализация на REITs-пазара се проявиха и в България. Във връзка с това възникват въпросите за икономическите и правно-организационни предпоставки за развитието на тези дружества у нас, и за тяхното конкретно състояние и перспективи за дейност.

**Основен акцент в изследването е изясняването същността на секюритизацията на недвижима собственост по смисъла на българското законодателство и практика. Инвестициите в недвижима собственост са трудноликвидни и изискват значителни ресурси, поради което именно индиректното инвестиране е заложено като елемент в модела на организация на ДСИЦ. При него е налице инвестиционен процес както в реални, така и във финансови активи. REITs (ДСИЦ) са по същество нов, но бързо утвърждаващ се субект на пазара на недвижима собственост и на капиталовия пазар, със своя значима роля както за отделните инвеститори, така и за икономиката като цяло. Анализите на REITs-пазара в световен мащаб показват, че е налице трайна тенденция за неговата глобализация.**

## Глава втора

### Състояние на дружествата със специална инвестиционна цел в България

#### 2.1 Пазарът за недвижима собственост като предпоставка за развитието на ДСИЦ

##### 2.1.1. Основни фактори, състояние и тенденции в развитието на пазара на недвижима собственост<sup>86</sup>

##### 2.1.1.1. Общи тенденции през призмата на основните системни и секторни рискове (фактори).

Най-общо пазарът на недвижима собственост се дефинира като организация или система за покупко-продажба на съответните стоки или тяхното наемане, регулираща търсенето и предлагането им от страна на купувачите (наемателите) и продавачите (наемодателите) чрез ценовия механизъм.

Като всеки обособен пазар и пазарът на недвижими имоти има свои специфични характеристики, чрез които се отличава от другите пазари. По-важните от тях са<sup>87</sup>:

- а) недвижимите имоти като стока са териториално локализирани;
- б) търгуваните стоки нямат хомогенен характер и много често са със строго индивидуални качества;
- в) цената на тези стоки е висока;
- г) налице е сегментация на този пазар по различни критерии, като най-разпространената е според характеристиките и начина на използване на имотите: жилищни, нежилищни, земни участъци<sup>88</sup>;
- д) необходим е дълъг период на подготовка и реализация на продажбата;
- е) липсва достатъчно информация на купувачите за пазарните условия и качествата на стоките;
- ж) несъвършенство на недвижимите имоти като стока, в резултат на невъзможността за стандартизация на строителния продукт.

Пазарът на недвижима собственост се влияе от различни фактори и е изправен пред различни рискове (систематични и секторни): макроикономически, политически, фактори на регионално равнище нормативно регулиране<sup>89</sup>.

Търсенето на недвижими имоти (D) е функция на определени по-конкретни фактори и се измерва с количеството недвижими имоти, за които съществува желание и способност да бъдат закупени или наети на определени цени в даден сегмент от пазара към определен момент във времето. Тази функционална връзка най-общо може да се представи по следния начин:

$$D = f(P, M, H, N), \text{ където:} \tag{2.1}$$

P – са цените на недвижимите имоти;

---

<sup>86</sup> В рамките на изложението са използвани и материали от специализираните интернет страници за недвижими имоти <http://imoti.blogspot.com> и <http://address.bg>. В част от тези материали са налице противоречиви данни. Авторът се е позовавал само на тези, които счита за най-обективни. Ползвани са и материали от проспектите на ДСИЦ.

<sup>87</sup> Илиев, Пл. Теоретико-методологически въпроси на оценката на недвижимите имоти. //Годишник на Икономически университет - Варна, т. 72, 2000.

<sup>88</sup> Вж. по-подр. т. 2.1.2.

<sup>89</sup> Вж. по-подробно систематичното представяне на тези рискове в т. 1.2.1.1.

M - доходите на населението, на стопанските субекти и достъпът до финансиране;

N - измененията във вкуса и предпочитания на населението и в мотивацията на стопанските субекти за развитие на материалната основа на бизнеса;

N - броят на купувачите.

Предлагането на недвижима собственост (S) е количеството на недвижими имоти на определен пазарен сегмент, предвидени за продажба или отдавани под наем на различни цени към определен момент във времето. Предлагането също е функция на различни фактори:

$$S = f(P, c_1, c_2 \dots c_n, T), \text{ където:} \quad (2.2)$$

P – е наличие на резерв от определени имоти и техните цени;

$c_1, c_2 \dots c_n$  - достъпност и цена на факторите на производство в строителството, интензивност на новото строителство и съотношение между разходите за строителство и цената на недвижимите имоти;

T - текущи и потенциални изменения в строителните технологии и тяхното влияние върху строителните разходи.

Общото състояние и тенденциите на пазара на недвижима собственост в България следва да се разгледат най-напред през призмата на основните системни рискове, които се отнасят до всички сектори на икономиката и стопанските субекти в цялост. Във връзка с това може да се посочи следното:

а) България е призната за страна, в която функционира пазарна икономика. Налице е стабилен икономически растеж, полагат се усилия за реструктуриране на икономиката и повишаване на нейната конкурентоспособност. Съществуват благоприятни условия за финансиране на инвестициите в недвижими имоти, както с източник в страната, така и чрез привличане на нови чуждестранни капитали. Доколкото на страната предстои да стане пълноправен член на ЕС, измененията в световната и регионалната икономическа и политическа конюнктура могат да се оценят като благоприятни.

б) България е сравнително стабилна политически, тъй като е налице консенсус в обществото и основните политически сили нямат съществени разногласия по отношение на насоките на икономическата политика и дългосрочната ориентация на страната. Ето защо политическият риск се оценява като сравнително нисък и не се очакват значителни промени в политиката на правителството.

в) В областта на пазара на недвижима собственост, а и като цяло, не се очакват неблагоприятни промени в законодателството. Този извод може да се направи поради наличието на тенденция за хармонизиране на националното ни законодателство с това на ЕС.

г) Страната не е изправена пред значителен макроикономически кредитен риск - през 2004 г. водещите рейтингови агенции като Standard & Poors и Fitch дадоха на България инвестиционен рейтинг. При равни други условия това води до благоприятни лихвени равнища. Очаква се приемането на България за пълноправен член на ЕС да доведе до допълнително повишаване на кредитния рейтинг на страната.

д) От началото на 2003 г. за пазара на недвижими имоти у нас е характерно цените да се обявяват в евро. Доколкото българският лев е фиксиран към еврото при съотношение EUR 1 = BGN 1.95583, това в значителна степен ограничава валутния риск на този пазар.

е) В страната е въведен валутен борд, който контролира паричното предлагане и една от целите му е да противодейства на инфлацията и инфлационния риск. Едновременно с това външни фактори като повишаването на цената на петрола, а

също доближаването на ценовите равнища до тези в страните от ЕС могат да окажат натиск в посока на увеличение на ценовите нива. Валутният борд и фактът, че сделките с недвижими имоти в страната се сключват при цени, обявени в евро, осигуряват гаранции, че от една страна инфлацията ще остане под контрол, а от друга, че вложенията в недвижими имоти ще бъдат защитени от обезценяване.

На фона на тези макроикономически обстоятелства може да се направи един основен извод: през последните десет години пазарът на недвижима собственост в страната претърпя съществена еволюция и се превърна в най-динамичния и атрактивен пазар у нас. При него от една страна са налице определени неопровержими факти, обстоятелства и ясно изразени тенденции, а от друга – той много трудно се поддава на точна прогноза. Доказателствата за това, от глобална гледна точка, могат да се търсят в различни посоки:

а) Динамиката на цените на жилища в един по-продължителен период откроява различни етапи в развитието на строителния бранш и пазара на недвижима собственост (вж. табл. 10).

*Таблица 10*  
**Средногодишни цени на кв. м жилищна площ в периода 1994 – 2005 .**

Година	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Средно-годишна цена	9,5	14,9	40,2	281	318	321	319	320	326	366	541	738

Източник: НСИ. Средни годишни пазарни цени на жилищата.  
<http://www.nsi.bg/Cpi/Cpi.htm>. stat.bg.

Данните показват, че могат да се обособят три етапа:

- Периодът от началото на 90-те години до средата на 1996 г., когато страната все още се стреми да положи основите на пазарната икономика у нас. Инвестиционната активност и платежоспособното търсене на този етап са ограничени, ценовите нива не са високи, но и през този етап динамиката на цените е значима.

- Периодът от средата на 1996 г. до края на 2002 г. Началото на този период е свързано с валутната криза в страната, в резултат на която се стигна до драстично обезценяване на лева, съответно до автоматично покачване на цените и на жилищата, изразено в националната парична единица. През този период също не е налице инвестиционна активност в строителството, а въведеният валутен борд оказва влияние върху запазване на цените на жилищата.

- Периодът след 2002 г. до днес, който в най-голяма степен е повлиян от очакванията за присъединяване на страната ни към ЕС. В този период започна повсеместно изграждане на различни по вид недвижими имоти, активизираща се сделките, цените стигнаха нива, близки до тези на страните от Централна Европа.

Значителен скок в търсенето (респективно в цените на недвижимите имоти) беше регистриран в края на 2003 г. и през цялата 2004 г. По отношение на достигнатите ценови нива се застъпват противоположни становища. От една страна те се определят като нереално високи, когато се съпоставят с цените на значително по-развити държави. От друга страна се застъпва становището, че цените на недвижимите имоти все още не са достигнали своя пик и ще продължат да се развиват във възходяща посока и през 2006 г.

б) По данни на НСИ<sup>90</sup> бизнес климатът в строителството поддържа високи стойности и очакванията на мениджърите за по-нататъшното развитие на сектора са като цяло оптимистични<sup>91</sup>. Необходимо е обаче да се уточни, че съществуват отделни виждания<sup>92</sup>, според които в строителния бранш е възможно да възникнат и проблеми, особено ако влизането на България в ЕС се отложи с една година, тъй като тогава ще има отлив най-вече на чуждестранни купувачи. Застъпва се и становището, че след присъединяването ни към ЕС само около 15% от строителните фирми ще оцелеят, а останалите ще фалират поради сериозната чуждестранна конкуренция<sup>93</sup>.

в) От важно значение е, че, по мнение на световните анализатори, България е сред петте най-перспективни пазара на недвижими имоти заедно с Естония, Никарагуа, Тайланд и Мароко. Приема се, че пазарът на недвижимата собственост у нас е с огромен потенциал и ще продължи да се развива с високи темпове и през следващите години. Предстоящото членство в ЕС и отпадането на конституционната забрана да се продава земя на чужденци са важни фактори за увеличаване на инвестициите в недвижими имоти. Другата причина е, че имотите у нас все още не са достигнали ценовите нива в останалите източноевропейски страни.

г) Във връзка с предходното може да се посочи, че от най-съществено значение за пазара на недвижимата собственост у нас е процесът на присъединяване към ЕС, очакванията на купувачите и продавачите в тази връзка, както и евентуалното съвпадение или разминавания между очаквания и реалност.

д) Данните от последните години показват, че изминалата 2005 г. е рекордна по броя на сключените 250 000 сделки<sup>94</sup> за покупко-продажби на недвижими имоти и издадените разрешения за строеж при 194 000 сделки през 2004 г. Общата стойност на сключените сделки се оценява на близо 8 млрд. лв. при 6.6 млрд. лв. за 2004 г. Ръстът на сделките с недвижими имоти за 2005 г. е 29%, за 2004 г. спрямо 2003 г. - 31%.

е) През 2005 г. се очертаха няколко основни тенденции: цените на по-голяма част от имотите забавят своя темп; предлагането вече трайно надвишава търсенето; периодът за сключване на сделка се е увеличил двойно; намалява делът на луксозните имоти; продавачът вече не е силната страна (освен при имотите с уникални качества); има първи признаци за активизиране на вторичен спекулативен пазар, породен от страх, че започва спад на цените<sup>95</sup>. На пазара се появяват продавачи, бързащи да приберат печалбата си от спекулативната покупка на имоти в периода 2003-2004 г.

ж) На фона на тези процеси е налице значим интерес към инвестиции в недвижимата собственост. Мощни международни фондове, които управляват имоти за милиарди левове, участваха в седмия строително-инвестиционен форум, който се проведе София. Същевременно на Лондонската фондова борса са регистрирани инвестиционни компании, които набират капитали за вложения в Източна Европа, в т.ч. и в България - Black Sea Property Fund, Bulgarian Property Developments.

<sup>90</sup> Вж. Стопанска конюнктура, Бизнес анкети на НСИ.

<sup>91</sup> По оценки на специалисти, участвали в изложението "Имоти Експо – 2006", до 2010 г. се очаква годишен ръст в строителния бранш от 12-13%. Източник: investor.bg, 27.04.2006 г.

<sup>92</sup> Вж. [http://imoti.blogspot.com/2005\\_07\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2005_07_01_imoti_archive.html)

<sup>93</sup> Разработен е и проект на Закон за строителните фирми, като една от основните му цели е да изчисти пазара от некачествени строители. По мнение на специалисти по правилата, визирани в закона, ще могат да се впишат в специален регистър само 2000 фирми. Вж. по-подр. [http://imoti.blogspot.com/2006\\_02\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2006_02_01_imoti_archive.html).

<sup>94</sup> Източник на данните са "Адрес недвижими имоти" и Агенция за недвижими имоти "Явлена".

<sup>95</sup> Клиентите, които продават от страх, че цените ще паднат, се увеличават от 0% през декември 2004 г. на 16% през юни 2005 г. Данните са от анкета на "Адрес недвижими имоти".

з) Характерно за строителството и за пазара на недвижима собственост в страната е “бумът” по Черноморието. По отношение на този феномен се изказват различни становища, но свръхпредлагането на имоти е факт. Едновременно с това цените на някои от тях не само, че не падат, но и се увеличават, за да изпреварят тези в столицата. По мнение на отделни специалисти<sup>96</sup> някои комплекси ще бъдат построени частично, по-нататъшното им строителство ще бъде замразено и това ще доведе до фалит на много предприемачи. От друга страна атрактивните места, на първи ред до морето с перфектна панорама, ще повишават цените си. Междувременно Министерството на регионалното развитие и благоустройството на практика въведе строително вето за Черноморието, приемайки две наредби<sup>97</sup> за застрояването по крайбрежието, които до голяма степен копират оспорвания и неприет проектозакон за черноморското крайбрежие. Като цяло се застъпва мнението, че имотите край морето ще поскъпват средно със 7 до 15% годишно през следващите няколко години.

и) Новост за България е поэтапното внедряване на система за вписване на недвижимите имоти<sup>98</sup> и възможност нотариусите да проверяват състоянието на всеки имот в столицата и данните за собственика му по интернет. Публикуването на данните в интернет увеличава предпоставките за предотвратяване на повторна продажба на имоти, както и сделките с ипотекирани апартаменти и къщи.

#### **2.1.1.2. Детайлизирано представяне на различните фактори на търсенето и предлагането върху пазара на недвижима собственост.**

Подобно на всеки друг пазар и при пазара на недвижима собственост цените са основен фактор, влияещ върху търсенето и предлагането. По правило високите цени ограничават търсенето и стимулират предлагането, но у нас се наблюдават и специфични тенденции:

а) Независимо от непрекъснато повишаващите се цени на имотите от началото на 2003 г. търсенето остана високо и едва в последните месеци започна да изостава от предлагането. Представа за динамиката на цените на недвижимите имоти може да се получи на базата на данните от НСИ за изменение на цените на жилищата<sup>99</sup> и индекса на недвижимите имоти REMI (вж. фиг. 19).

---

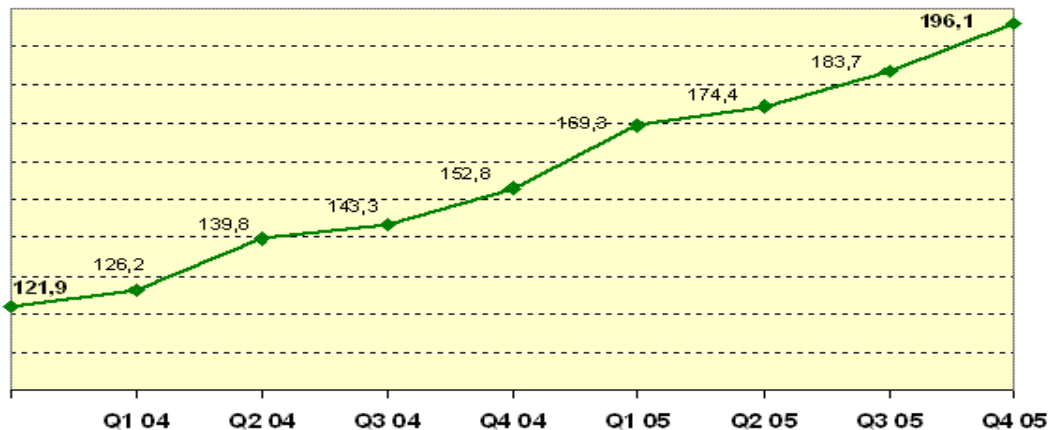
<sup>96</sup> Вж. [http://imoti.blogspot.com/2005\\_07\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2005_07_01_imoti_archive.html)

<sup>97</sup> Вж. по-подр. ДВ, № 28, 2005.

<sup>98</sup> Новата система за вписване на недвижимите имоти в България вече работи в община Балчик. Очаква се системата да бъде въведена в цялата страна за 15 години.

<sup>99</sup> Вж. данните за измененията на цените на жилища в приложения 12-15.

Пазарен индекс за недвижими имоти (REMI) – Продажни цени  
Q1 04 – Q4 05 г.



**Фиг. 19. Изменения на пазарния индекс за недвижими имоти REMI – продажни цени в периода април 2004 – декември 2005 година.**

Източник: ADIS Ltd.

Данните са безспорно доказателство за продължаващото значително покачване на продажните цени. Измененията на индекса REMI сочат, че забавяне в темпа на нарастване на цените е имало само през първата половина на изминалата 2005 г., но като цяло повишението в рамките на цялата година е много високо.

б) Застъпва се основно становището, че през 2004 г. е имало нелогично нарастване на цените на недвижимите имоти в България, предизвикано от перспективата за влизане на страната ни в ЕС, и схващане, че цените у нас ще се изравнят с тези в по-богатите държави. Подобна перспектива е твърде наивна от икономическа гледна точка, защото в близките 1-2 десетилетия степента на икономическо развитие и стандартът ни на живот няма да достигнат тези на страните от ЕС.

в) Поскъпването на недвижимите имоти се счита за естествен процес, тъй като в момента, в сравнение с Европа, цената им все още е ниска<sup>100</sup>. Неслучайно сега много чуждестранни граждани закупуват имоти у нас, защото очакват през следващите 5 години цената на новите жилища да се повиши поне 2-3 пъти.

г) От данните, които периодично агенциите публикуват, се вижда, че цените на недвижимите имоти от началото на 2006 г. постепенно забавят темповете си на растеж и вече са налице признаци за достигане на техните максимални нива<sup>101</sup>. Този извод е валиден предимно за големите градове, където делът на новото строителство е висок.

д) Може да се обобщи, че в началото на 2006 г. по отношение на цените на недвижимите имоти се застъпват две становища:

- Становището, че до края на тази или в началото на следващата година се очаква спад до около 20% в цените на някои недвижимите имоти - най-вече при панелните и луксозните жилища. Високите ценови нива на имотите у нас и сравняването им например с Чехия и Унгария нямат икономическа основа, защото не

<sup>100</sup> В средноголям град в ЕС един апартамент струва 150-200 хил. евро, като са възможни и значително по-високи цени. В Стокхолм например цените на апартаментите са по 4000 евро за кв. м, а в новите страни-членки на ЕС като Чехия и Полша цените на жилищните имоти достигат 1500 евро на кв. м.

<sup>101</sup> Средната цена на жилищата в София за 2005 г. е 40 000 евро, а сега търсенето започва от 30 000. Доказателство в тази насока е и фактът, че първоначалната офертна цена продава на недвижимите имоти в повечето случаи се оказва с 10% по-висока от цената, по която сделката се финализира.

кореспондират с цялостното икономическо състояние на страната и доходите на гражданите.

- Становище за плавно повишаване на цените с около 10% годишно до приемането на страната ни в ЕС, т.е. – до края на 2007 или 2008 г.

Основните изводи за връзката между покупателната способност, достъпът до финансиране и развитието на пазара на недвижима собственост могат да се направят от една страна на базата на официална информация от НСИ и БНБ, а от друга – на базата на експертни мнения и мониторинг на пресата. По-важното в тази връзка може да се систематизира така:

а) По данни на НСИ (вж. табл. 11) общият доход, средно на лице, в края на 2005 г. достига 2579 лв., а паричният – 2031 лв. Средната брутна работна заплата в страната в края на 2004 г. е в размер на 3618 лв.<sup>102</sup>

Таблица 11

**Общ доход и избрани разходи средно на лице в периода  
1999 – 2005 г.**

№	Показател / Година	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	Общ доход (лв.)	1587	1664	1672	2085	2244	2466	2579
2	Разходи за жилища, вода, електроенергия и горива за битови нужди (лв.)	155	169	171	221	246	269	294
3	Относителен дял на разходите за жилища, вода, електроенергия и горива за битови нужди в общия доход (%)	9.77	10.16	10.23	10.60	10.96	10.91	11.40

Източник: НСИ. Бюджети на домакинствата през периода 1999 - 2005 година.  
<http://www.nsi.bg/ZActual/BudgetHome05.htm>.

Посочените данни са безспорно доказателство, че като цяло доходите у нас (респективно – покупателната способност на гражданите, формирана на тази база) не са достатъчни за ефективно участие на пазара на недвижима собственост.

б) Увеличението през 2005 г. на раздадените жилищни кредити в сравнение с предходната година е 101.2%, а през 2004 г. - 147% спрямо 2003 г. Именно кредитният ресурс формира покупателната способност на жилища у нас<sup>103</sup>. Предприемат се ограничителни мерки в кредитирането, но същевременно банките провеждат активна политика по отношение на привличането на клиенти (главно чрез сваляне на лихвените равнища, което се оценява като правилно, защото те в по-голяма степен се приближават до тези в държавите от ЕС), и това от своя страна предизвиква ново търсене на ресурси и закупуване на жилища. Предвиждат се и законодателни промени, според които само банките ще дават заеми срещу ипотечка на апартаменти, къщи или земя.

<sup>102</sup> Източник: НСИ. България 2004 – социално-икономическо развитие. 2005.

<sup>103</sup> В сравнение с края на 2005 г. в края на март 2006 жилищните заеми се увеличават с 224 658 хил. лв. (11.1%) – това е сегментът с най-голямо абсолютно и процентно изменение в кредитния портфейл на банковата система (източник: уеб-страница на БНБ, статистика). Кредит с лихва 3,5% за покупка на жилище в България са започнали да дават и испански банки на наши сънародници в страната им. Вече е подписано споразумение с банката на Сеговия, като от средата на 2005 г., срещу 3,5% лихва, която с течение на времето дори намалява, банката отпуска 20% от стойността на жилището. Останалите 80% ще се отпускат от Булбанк.

в) Другият основен източник на средства са чуждестранните инвестиции, насочени към недвижими имоти, както и паричните ресурси на българи, живеещи в чужбина, които по неофициална информация са за над 800 млн. евро.

По отношение на вкусовете, предпочитанията, и желанието за разширяване на материалната база на бизнеса могат да се представят следните основни факти и виждания:

а) Доскоро от първостепенно значение при покупко-продажбата на недвижими имоти бяха местоположението и цената на имота. Сега търсенето отчита в голяма степен качеството на строителството, комфорта и добрата инфраструктура.

б) През януари 2005 г. е налице високо търсене на евтини панелни жилища, но по-късно тази тенденция отшумява и новото строителство продължава да задържа интереса на купувачите.

в) Анкета сред клиентите на националната агенция “Адрес недвижими имоти”, направена през юни 2005 г., показва, че 72% от тях продават имотите си, за да купят друг имот. В края на 2004 г. този тип продавачи са били 64%<sup>104</sup>.

г) Много от строителните предприемачи насочиха ресурси към селища за заможни българи и чужденци в близост до морето, както и в строителство на хотели по Черноморието. Следващият инвеститорски интерес в строителството се оказаха имотите в зимните курорти, но по мнение на предприемачи все по-атрактивни ще стават и балнеосанаториумите, тъй като строежите по Черноморието и в планинските курорти вече са изчерпали своя капацитет. Интересът към местата с лековита минерална вода, на които България е много богата, непрекъснато се повишава.

Броят и спецификата на купувачите също е основен фактор за пазара на недвижими имоти:

а) Проучване сред потребителите на новопостроени жилища в София сочи, че основни купувачи на пазара на недвижими имоти остават българите<sup>105</sup>. Едва 12% от сделките с жилищни имоти са сключени с чужденци, като преобладават предимно купувачи от Англия (4%), Гърция (3%) и Русия (2%). Постоянно живеещи в София са 70% от клиентите, а около 11% - българи, живеещи в чужбина. Останалите 19% са от провинцията. Те купуват имот, за да живеят в него, а не с инвестиционни намерения. С цел живеене придобиват жилище 62% от купувачите, а около 38% - с инвестиционна цел.

б) Населението в страната непрекъснато намалява през последните 15 години. След 2002 г. е налице по-високо предлагане на жилища, в резултат на което средният брой лица, обитаващи едно жилище достигна 2.09 през 2004 г. Данните в табл. 12 показват, че този ефект се дължи най-вече на промяната на броя на жилищата.

---

<sup>104</sup> Вж. [http://imoti.blogspot.com/2005\\_07\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2005_07_01_imoti_archive.html)

<sup>105</sup> Данните са от проучване сред потребителите на новопостроени жилища в София, направено от строителна компания „Аспекти“.

**Приложение на мултипликативния индексен анализ при оценяване  
на изменението на средния брой лица, обитаващи едно жилище**

Показател / година	2001	2002	2003	2004
Жилища	3686269	3691787	3697322	3704798
Население	7891095	7845841	7801273	7761049
Нови жилища		5518	5535	7476
Промяна в населението		-45254	-44568	-40224
Среден брой лица в жилище	2.14	2.13	2.11	2.09
Общ индекс на изменението на средния брой лица в едно жилище		0.992779	0.992831	0.992836
- влияние на жилищата		0.998505	0.998503	0.997982
- влияние на населението		0.994265	0.994320	0.994844

Източник: НСИ. Статистика на населението. Жилищен фонд.

<http://www.nsi.bg/Population/Population.htm> и собствени изчисления на автора.

в) Безспорен факт обаче е, че върху пазара на недвижими имоти (респективно върху цените им) много голямо влияние оказва търсенето им от чужденци и най-вече от британци и ирландци, започнало през 2003 г.<sup>106</sup>

г) Най-големите чуждестранни инвеститори в недвижима собственост у нас са гръцките и германски компании.<sup>107</sup> Интересът на фирмите от южната ни съседка е насочен основно към сделките със земи за строителство, бизнес сгради и индустриална собственост. Това до голяма степен се дължи на сериозното навлизане на гръцки компании в България през последните години, което е свързано и с покупката на недвижима собственост.

д) По данни на Национално сдружение “Недвижими имоти” през 2004 г. на пазара на имоти у нас чужди граждани и фирми са сключили реални сделки за около 396 млн. лв. Статистика за чужденци, купувачи на имоти по държави, засега не се води. В уеб страницата на Българската агенция за инвестиции отделно се посочват преките чуждестранни инвестиции в недвижими имоти (тук се включва и бизнес услугите) и строителството. В периода 1998 – септември 2005 г. чуждестранните инвестиции в недвижима собственост са общо 832.8 млн. USD, като само за последната година са 362.8 млн. USD. За същия период инвестициите в строителството са 373.6 млн. USD.

Друг фактор, който оказва влияние върху пазара е наличието на резерв от определени имоти. Тук могат да се преведат следните официални данни и експертни мнения:

а) По данни на НСИ за първите девет месеца на 2005 г. са издадени разрешения за строителството на почти 24 хил. жилища, което е два пъти повече от започнатите през 2004 г. близо 12 000 жилища общо за страната<sup>108</sup>. Издадените разрешителни за строеж през 2004 година са за над 21 271 жилища, около 30% от които - през последните три месеца на годината. Основните фактори, довели до този ръст, са

<sup>106</sup> През 2004 г. у нас са сключени около 3800 сделки за продажба на имоти на британци, най-вече в ценовия сегмент между 20 000 и 40 000 паунда.

<sup>107</sup> По данни на Българската агенция за инвестиции Гърция и Германия заемат съответно второ и трето място по преки чуждестранни инвестиции. На първо е Австрия. Агенцията ползва като източници на информация Министерството на финансите и Българска народна банка.

<sup>108</sup> Вж. по-подр. [http://imoti.blogspot.com/2006\\_01\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2006_01_01_imoti_archive.html). Около половината от разрешенията са за строеж в София и в двата големи града край морето - Варна и Бургас.

постоянно повишаващите се цени на жилищата и търсенето на нови апартаменти в големите градове. Вече се наблюдава пренасищане на пазара с жилищни и ваканционни имоти и се очаква постепенно забавяне на темповете на жилищно строителство, както и пренасочване към строителството на промишлени сгради и инфраструктура.

б) По данни на НСИ през 2004 г. незавършени са 68 949 жилища<sup>109</sup>, като близо 60 000 от тях са в строежи, продавани в предходни периоди “на зелено”, за които бъдещите обитатели са заплатили поне половината от цената за едно ново жилище. Тези жилища, свързани с т.нар. преди години “строителни пирамиди”, също ще бъдат въведени в експлоатация от фирмите, на които са възложени довършителните работи по сградите. Продължават да се продават имоти, които не са готови, но техният относителен дял непрекъснато намалява.

в) Налице е свръхпредлагане на имоти по Черноморието и най-вече в южната му част. Това дава отражение върху цените на собствеността - на юг от Обзор тя е с около 20% по-евтина, отколкото тази на север. Една част от имотите, които се намират на „топ места” - в непосредствена близост до морето, с изградена инфраструктура, зелени площи и ниска етажност, ще продължат да повишават цените си и могат да достигнат до 2000 евро за кв.м, но масовият строеж в черноморските курорти може да стане пречка за установяването на истинска туристическа индустрия.

Обстоятелства, които трябва да се отчетат са: достъпността и цената на факторите в строителното производство; интензивността на новото строителство; съотношението между разходите за строителство и цената на недвижимите имоти:

а) След 1991 г. цените в строителството у нас се договарят свободно между възложител (инвеститор) и изпълнител. Те обаче следват определена логика и са в пряка зависимост от два основни фактора: цената на строителните материали и цената на труда. Освен това, при формирането на цената на крайния строителен продукт, съществена роля играят цените на горивата и електрическата енергия, както и процентът печалба, който всяка строителна фирма начислява. Към това се добавят и разходите по административното обслужване на фирмата. Важно за определянето на цената е и изискването на инвеститора за качеството и вида на материалите.

б) Специалистите са на мнение, че цената на жилищния строителен продукт у нас е около 120 евро на кв.м. за груб строеж. Тя включва разходите на строителя за материали, труд, транспорт, както и съответната печалба. При специфични условия на работа (например труднодостъпен терен за строителство) или при завишена печалба за строителя, цената може да бъде и по-висока. Ако обектът се предаде в частично завършен вид - с теракота и паркет, фина шкапловка и латекс по стените и таваните, цената може да достигне 220-280 евро на кв.м. По изключение се договарят и цени около 300 евро за този вид завършване на обекта. Като се имат предвид офертите за продажби, може да се обясни защо много предприемачи с друг бизнес, навлязоха в строителството, привлечени от слуховете за реализирането на печалби от 100%.

в) Факт, който се отразява върху достъпността и ефективността на строителството е, че обезщетенията за строеж нараснаха двойно и собствениците на атрактивни парцели вече искат и над 1/3 от бъдещия строеж като компенсация<sup>110</sup>. Това дава възможност само на по-богати чуждестранни инвеститори и компании да имат

---

<sup>109</sup> През 2003 г. техният брой е бил 64 168.

Източник: [http://imoti.blogspot.com/2005\\_02\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2005_02_01_imoti_archive.html).

<sup>110</sup> Притежаващите атрактивни имоти в центъра на София в момента са склонни да предоставят парцела си срещу 25-40% от бъдещата сграда. През 2004 г. тези проценти са били между 15 и 30.

достъп до парцели в най-престижни и търсените райони на столицата, а резултатът ще е поскъпване на всички имоти.

г) Доходността от инвестиция в недвижим имот е както при всяка друга инвестиция: от текущия доход (наем) и от евентуално увеличение на пазарната ѝ стойност във времето. Предполага се, че възвращаемостта на инвестицията в строителство на жилищни сгради, предназначени за директна продажба достига, и до 100%. Голямото предлагане обаче постепенно ще свали доходността на новото строителство, а възвръщаемостта от тези имоти ще намалее заради застоя в наемите.

Текущите и потенциалните изменения в строителните технологии (респективно вида на използваните материали) също оказват влияние върху строителните разходи и пазара като цяло:

а) Вече голяма част от строителните материали за довършителни работи са вносни - изолации, бои, цимент с различна якост. Има дружества със смесено участие на чуждестранен и български капитал, които внедряват нови технологии и също повишават цената на своите строителни материали и продукти<sup>111</sup>.

б) Търговците твърдят, че скокът на цените в строителството не е заради строителните материали, чиито цени се повишават в рамките на инфлацията. Поскъпват най-масовите стоки: цимент, гипс и лако-бояджийски материали, а повечето от тях са обвързани с цените на петрола и някои химикали и нефтопродукти. Голяма част от строителни фирми предпочитат да работят с вносни тухли, чиито цени са се изравнили с българските.

## **2.1.2. Аспекти от развитието на отделните сегменти на пазара на недвижимата собственост<sup>112</sup>.**

### **2.1.2.1. Жилищна недвижимата собственост.**

Пазарът на жилищна недвижимата собственост е най-големият и най-динамичният сегмент на пазара на недвижимата собственост, който по данни на НСНИ формира около 40% от общия брой продажби. По данни на НСИ през 2004 г. броят на жилищата се е увеличил с 7476, а през 2003 – с 5535<sup>113</sup>. През 2004 г. в страната е започнал строежът на 11 600 нови жилища, при започнати 7672 през 2003 г. Данните в табл. 13, табл. 14 и приложения 12-15 позволяват да се направят конкретни изводи относно развитието на пазара на жилищни имоти.

---

<sup>111</sup> Такива са например производителите на санитарен фаянс в Севлиево.

<sup>112</sup> В рамките на изложението са използвани и отделни части от проспектите на ДСИЦ у нас и най-вече този на “Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ. В посочения документ са налични редица конкретни данни за състоянието, ценовите равнища и тенденциите в отделните пазарни сегменти.

<sup>113</sup> Вж. табл. 12.

Таблица 13

**Средногодишни цени на кв. м жилищна площ в периода  
1997 г. – 2005 г.**

Година	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Средно-годишна цена (лв.)	281	318	321	319	320	326	366	541	738
Средно-годишна цена (евро)	143.43	162.48	164.61	163.59	163.88	166.91	187.29	276.35	376.76

Източник: НСИ. Средни годишни пазарни цени на жилищата.  
<http://www.nsi.bg/Cpi/Cpi.htm>; [stat.bg](http://www.nsi.bg/stat.bg).

Таблица 14

**Средни цени на кв. м жилищна площ за IV тримесечие на  
2004 г., по тримесечия на 2005 г. и за I тримесечие на 2006 г.**

Година	(лв.)					
	IV 2004	I 2005	II 2005	III 2005	IV 2005	I 2006
Средно-годишна цена	633	701	731	752	770	806

Източник: НСИ. Средни пазарни цени на жилищата по тримесечия.  
<http://www.nsi.bg/ZActual/Homes1q06.htm>.

а) Средните продажни цени на жилищата бележат непрекъснат растеж – за 2004 г. от 47.5%, а за 2005 г. от 36.6%. Общото нарастване на цените през 2005 г. може да се определи като високо, но следва да се отчете фактът, че през последните три тримесечия е налице значително по-малък ръст в ценовите равнища, което показва, че пазарът постепенно достига своя пик. През първото тримесечие на 2006 г. цените на жилищата са нарастнали в сравнение с края на 2005 г. с 4.7%, което е над два пъти по-малко от същия период на предходната година (10.6%).

б) Цените на жилища в различните градове варират в много голяма степен<sup>114</sup>. В София, Варна и Бургас те са около три пъти по-високи от тези в Кюстендил, Разград, Враца, Ямбол и Силистра. Затова именно в последните три града през 2005 г. спрямо 2004 е отбелязан ръст на цените с над 70%, при среден ръст от 36.6%. В София и Варна повишението е най-ниско, а в Бургас достига ценовите равнища на Варна. Темповете на нарастване на цените в големите градове показват, че те достигат своя ценови таван. В по-малките градове цените вероятно все още ще нарастват, но като крайни абсолютни стойности те ще останат под тези в София и по Черноморието.

Като цяло ръстът на цените и нарастващата активност на участниците на пазара на жилищна недвижима собственост през 2004 и 2005 г. се обуславят главно от:

- очакванията за присъединяване на страната към ЕС от началото на 2007 г. и евентуалната тенденция към доближаване на цените на жилищата в другите европейски страни;

<sup>114</sup> В приложенията са побрани тези областни центрове, в които абсолютните цени и процентните изменения са най-ниски и най-високи.

- повишената строителна активност на предприемачите, привлечени от високата доходност в строителния бранш на този етап;
- ръста в ипотечното кредитиране;
- големия финансов ресурс, навлизащ в страната от българските граждани, които работят в чужбина.

В резултат на строителната активност предлагането на жилища вече изпреварва търсенето. В момента за около 15 000 апартамента в страната се очакват купувачи. Само в София през 2005 г. в строеж са били 5000 нови къщи и апартаменти в комплексите от затворен тип<sup>115</sup>. В процес на реализация в столицата са близо 30 подобни комплекса, които ще се появят на пазара през следващите 1-2 години и ще доведат до предлагането на 20 000 - 30 000 нови апартамента.

От гледна точка на търсенето на жилища може да се посочи, че основни купувачи на пазара на недвижими имоти остават българите. По отношение на естеството на търсените жилищни имоти се наблюдават противоречиви тенденции:

- Като цяло купувачите се ориентират към ново строителство, съчетаващо качество, комфорт и добра инфраструктура.
- Едновременно с това в началото на 2005 г. значително се увеличава търсенето на евтини жилища. Купувачите плащаха до 40 000 евро за панелно жилище в квартали като “Младост” и “Люлин” в София, но предлагане почти нямаше. През второто тримесечие на 2005 г. се наблюдава спад на сделките със стари жилища - панелни и тухлени, заради необходимостта от ремонт и растящото предлагане на ново строителство.
- Значимо е и търсенето на луксозни жилища и на жилищни имоти в селищата за заможни българи и чужденци в близост до морето, като тази тенденция постепенно отшумява, тъй като потенциалните купувачи все повече намаляват.

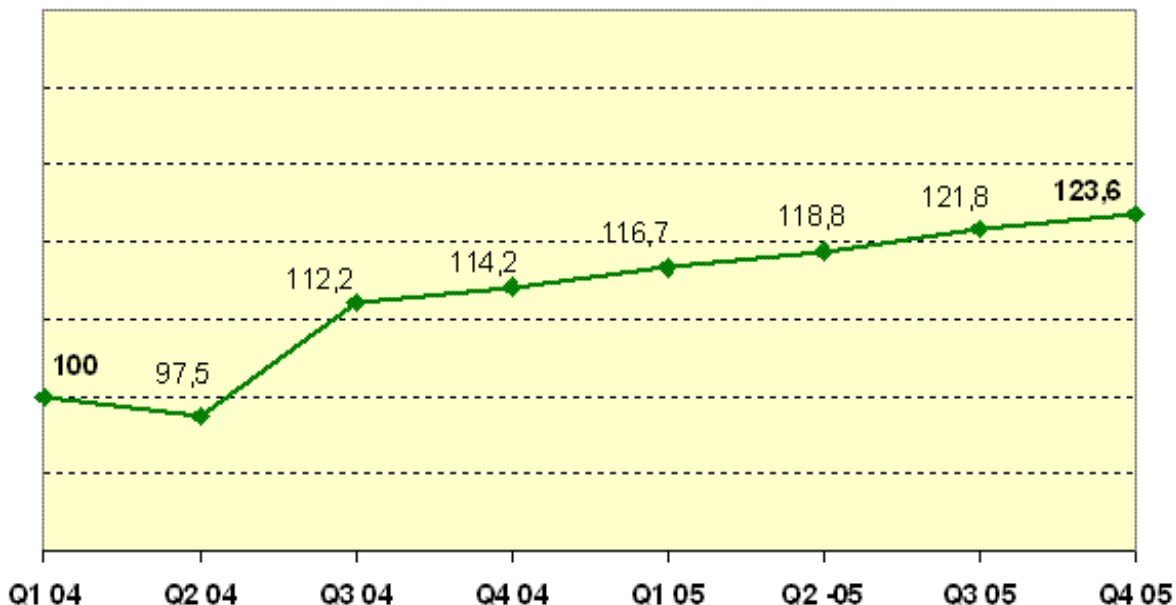
В областта на наемните отношения с жилищни имоти съществуват по-различни обстоятелства и тенденции:

- На първо място може да се отбележи, че динамиката в цените на наемите на жилища не е същата, както при тяхната продажба. Доказателство за това е и индексът REMI за наеми.

---

<sup>115</sup> Данните са на “Линднер България”. Вж. [http://imoti.blogspot.com/2005\\_06\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2005_06_01_imoti_archive.html)

Пазарен индекс за недвижими имоти (REMI) - НАЕМИ  
Q1 04 - Q4 05 г.



**Фиг. 20.** Изменения на пазарния индекс за недвижими имоти REMI – наеми в периода април 2004 – декември 2005 г.

Източник: ADIS Ltd.

- На следващо място може да се отбележи един факт – мнозинството от наемателите са предимно студенти и лица, които не са достатъчно платежоспособни, за да закупят свое лично жилище. По-голямата част от наемодателите са възрастни хора, които разчитат на минимални допълнителни доходи, и това като цяло определя и по-ниските темпове на нарастване на наемите.
- Тук съществува и допълнителен сегмент на наемните отношения, включващ различни категория лица с по-висока платежоспособност, които се ориентират към луксозни имоти.

#### 2.1.2.2. Офис, търговски и индустриални (бизнес) площи.

Офис, търговските и индустриалните площи често се разглеждат заедно като бизнес имоти. Те имат редица общи черти или тенденции в развитието си. Например и при трите типа имоти продажните или наемни цени са обикновено около 2 пъти по-ниски от средните в страните от ЦИЕ, у нас се инвестират все повече средства за развитието на тези пазарни сегменти и др. Налице са естествено и специфични особености, произтичащи от основното им предназначение, инвеститори, потребители и др.

Сегментът на офис площи се характеризира с динамика и значимо предлагане. По оценка на "Фортън Интърнешънъл" към края на 2005 г. в София са се предлагали около 95 000 кв. м офиси клас "А" и "В", а тази година се очаква да бъдат завършени административни сгради с обща площ от около 55 000 кв. м. Сред по-големите

проекти са "Юропарк" на "Соравия България", "Порше център" на инвестиционния фонд Orchid Developments, "София тауър".<sup>116</sup>

В предварителен порядък е възможно да се направи и паралел между този пазар в София и в някои други столици от Европа<sup>117</sup>. Данните показват, че продажните и наемни цени на офисите у нас изостават от тези в други държави, но това не се отнася до доходността от подобен тип имоти, което от икономическа гледна точка подтиква предприемачите да инвестират в този пазарен сегмент.

Посочените в приложенията данни дават възможност да се твърди, че незаеетостта на висококачествени офис площи в София постепенно намалява, и че е налице процес на едновременно намаляване на доходността. През последните две години предлагането на офис площи (от трите класа – "А", "В" и "С" със съответните им характеристики) в София е по-високо от търсенето. На пазара се предлагат, главно от чужди инвеститори, множество офиси от клас "А," но като цяло все още малък брой компании могат да си позволят да наемат такива офиси. В резултатът на това равнището на свободните площи в някои офис центрове достигна до 30%<sup>118</sup>. Формира се вторичен пазар на офиси от приспособени за тези цели апартаменти в жилищните кооперации, чиито наеми са значително по-ниски и са между 3-6 евро/кв.м на месец. В новите бизнес центрове в София цените варират от 7 до 24 евро/кв.м и зависят от местоположението, качеството на строителните работи и комуникациите.

Като цяло очакванията са, че тенденцията за намаляване на наемните цени на този сегмент ще продължи и през следващите няколко години, като част от компаниите ще се насочат към офис площи от по-висок клас. В сферата на продажбите, доколкото намаляват подходящите парцели за строеж, то очакванията са за минимално увеличаване на цените.

Сегментът на търговски площи също отбелязва ръст, но с по-забавени темпове в сравнение с досега разгледаните сегменти. Търсенето многократно надвишава предлагането и това е причината агенциите за недвижими имоти да определят 2005 г. като година на търговските площи на пазара на недвижима собственост<sup>119</sup>.

Въз връзка с това може да се посочи<sup>120</sup>, че до средата на 2006 г. на пазара в столицата ще излязат близо 60 хил. кв.м модерни търговски площи. В началото на 2006 г. врати ще отворят „Мол София“ (с обща площ от около 60 хил. кв.м, от които 22 хил. търговски площи) и „София сити център“ (с обща площ около 70 хил. кв.м, от които около 20 хил. кв.м предназначени за търговски обекти). По информация на собствениците на проектите почти всички площи в тях са договорени с бъдещите наематели. Цените на наемите са между 10 и 50 евро/кв.м. Третият търговски център, който ще заработи до края на 2006 г., е „Скай сити“, с обща площ от 26 хил. кв.м, от които 10 хил. кв.м търговски обекти (без хипермаркета на „Фантастико“).

<sup>116</sup> Източник: [http://imoti.blogspot.com/2006\\_01\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2006_01_01_imoti_archive.html).

<sup>117</sup> Вж. приложения 16-18.

<sup>118</sup> Данните от приложенията показват, че като цяло свободните офис площи в рамките на първото полугодие на 2005 г. намаляват с близо 8 пункта.

<sup>119</sup> REITs и ДСИЦ се ориентират в значителна степен към инвестиции в търговски площи и развитието на тези дружества у нас ще способства рзвитието на пазарния сегмент и сектор търговия. Вж. по-подр. по въпросите за ролята на инвестиционния процес в търговията и неговата ефективност: Сълова, Н. Съвременни предизвикателства пред търговията в България. Сборник с доклади от юбилейна международна научна конференция. Варна, 2003, с. 31-37; Сълова, Н. Ефективност на вътрешната търговия в НРБ. Варна, 1978.

<sup>120</sup> Източник: <http://www.imoti.blogspot.com/>.

През 2006 г. ще заработи и шопинг мол от 33 хил. кв.м, от които 26 хил. кв.м търговска площ във Велико Търново. Наемните нива на площите, част от които вече са договорени, са между 10 и 28 евро/кв.м.

По информация на „Колиърс интернешънъл“ няколко инвеститора във Варна проучват възможностите за изграждането на такъв комплекс, а от началото на 2006 г. стартира изграждането на шопинг мол в Бургас. Засега в Пловдив интересът е насочен основно към строителството на класически търговски центрове. Там на фаза проект е комплекс „Рилон“ с обща площ от 60 хил. кв.м.

Характерно за този пазар е присъствието на значими чуждестранни инвеститори. Именно те изграждат големите супермаркети и търговските центрове, които във все по-голяма степен стават привлекателни за търговците и крайните купувачи. Разбира се, ще се запази и присъствието (респективно търсенето) на търговски обекти на главните улици или на места, където те са абсолютно необходими, поради невъзможността или неефективността от изграждането на по-големи търговски обекти.

На този пазар обаче не се очаква скорошно изравняване на цените в столицата и страната с тези от ЦИЕ, тъй като ефективното функциониране на търговските площи е пряко свързано с общото ниво на икономическо развитие, с покупателната способност на клиентите и развитието на инфраструктурата в цялост. По тези показатели страната ни значително изостава от другите държави от ЦИЕ и се предвижда те да бъдат достигнати едва след 10-20 години. Поради това очакванията на анализаторите за следващите няколко години са за стабилизиране на цените на малко по-високо ниво. Тази тенденция се обуславя от положителното развитие и стабилността на икономиката в България, както и от бъдещото членство в ЕС.

Един по-общ анализ показва, че на този етап сегментът на индустриални площи у нас не е достатъчно развит, тъй като все още не е особен и ръстът на инвестициите в тази област. Все по-често се застъпва мнението, че именно този пазар в бъдеще ще претърпи бурно развитие и мнозина предприемачи ще се насочат към изграждането на производствени и складови сгради, логистични центрове, а така също и балнеосанаториуми, тъй като строежите по Черноморието и в планинските курорти вече са изчерпали своя капацитет.

Следва да се подчертае, че към този тип имоти могат да се причислят и сградите, които биха били построени за развитие на здравеопазването и спорта като тип бизнес, в т.ч. в централни части на населените места.

Необходимо е да се посочи, че във връзка с нарастването на потока от товари и присъединяването на страната към ЕС, се предвижда изграждането на множество логистични центрове. Като подходящи за строителството на логистични центрове в София се оформиха терените около летището, района на Казичене и част от околоръстното шосе<sup>121</sup>. В Русе и София ще бъдат създадени логистични центрове с национално значение, в които ще се разпределя транзитният поток от товари и ще се комбинират различни видове транспорт. Дунавският град е избран, тъй като е пресечната точка на паневропейските транспортни коридори 7 и 9. Тези два логистични центъра са част от стратегията на Министерството на транспорта за развитие на инфраструктурата. Очаква се инвеститорски интерес за изграждане на подобни центрове и в други градове от страната.

---

<sup>121</sup> Най-големият логистичен център в момента е изграден в Горубляне от немската компания „Вили Бец“. Той заема площ от 50 хил. кв.м и предлага 19 хил. кв.м складови площи. Източник: <http://www.teos.biz/bg/newsroom.htm#pipi>

### 2.1.2.3. Земеделска земя и поземлени имоти за строителство.

В рамките на един по-общ преглед на пазара на земеделска земя може да се направи изводът, че именно при него са налице в най-голяма степен противоречиви факти и тенденции. Приемането на промените в Конституцията и възможността за закупуване на земеделска земя от чуждестранни граждани, както и финансовите ресурси, които са предвидени за насърчаване на земеделието в рамките на предприсъединителния процес и след това, са основна предпоставка този пазарен сегмент да се определи като перспективен и високодоходен. От друга страна са проблемите с разпокъсаността на земеделската земя (липсата или невъзможността от комасация)<sup>122</sup>, ниската степен на обработваемост<sup>123</sup>, силното предлагане, чиято цел е да се “припечели някой лев” и земята да не пустее. Именно при земеделската земя в най-голяма степен се проявява и т.нар. спекулативен елемент в сделките. Налице са големи диспропорции в цените по региони.

Като цяло на този пазарен сегмент предлагането превишава търсенето и това се отразява на средните продажни цени. По официални данни на Министерството на земеделието и горите и Системата за агропазарна информация през 2003 г. са били продадени 345 000 декара земеделска земя при средна цена от 143 лв. на декар, а през 2004 г. – 452 636 декара при средна цена от 134 лв./дка. През миналата година продажбите надхвърлят 520 000 дка<sup>124</sup>. Това означава сделки за 50 млн. лв. през 2003 г., 67 млн. лв. през 2004 г. и около 83 млн. лв. през 2005 г.

За сравнение може да се посочи<sup>125</sup>, че цените на земеделските земи в новите страни-членки на Европейския съюз (Унгария, Полша, Чехия, Словакия) са около два пъти по-високи. Средната цена в Полша е 300 лв. на декар, като достига до 400 лв. на декар за първокачествени парцели. Цените в Унгария са подобни и се движат между 260 лв. и 360 лв. на декар. Средните цени в ЕС са много по-високи, от 1600 до над 4000 лв. на декар. Следва обаче да се посочи, че тези данни не трябва да се възприемат еднозначно:

- Например в област Добрич, където инвеститорският интерес е най-голям, в началото на 2005 г. декар чернозем се е продавал по 250-450 лв., ако парцелът е голям, а полетата под 50 декара – по 140-250 лв. за декар. Очакванията са след присъединяването на България към ЕС цената на земеделската земя в Добруджа да достигне от 650 до 1000 лв. за декар<sup>126</sup>.

- Цените на декар лозови масиви в южните части на Пловдивска област и в по-известните винарски райони се движат между 350 и 400 лв. за декар.

- Посочените за 2004 г. продажни цени са средни, като от Министерството на земеделието и горите оповестиха, че в края на изминалата годината и началото на настоящата цените са повишили ръста си. Това се дължи и на промените в Наредбата

---

<sup>122</sup> Този проблем би могъл да се разреши със Закона за комасацията на земята, който се очаква да бъде приет в близкото бъдеще.

<sup>123</sup> По данни от аграрния доклад на Министерството на земеделието и горите за 2004 г. в България през 2003 г. има около 3 239 000 декара обработваема земя, което представлява 60.8% от използваната земеделска площ.

<sup>124</sup> Източник: <http://www.segabg.com/online/article.asp?issueid=2133&sectionid=17&id=0001901>.

<sup>125</sup> Данните са с източник проспекта на “Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ.

<sup>126</sup> Вж. [http://imoti.blogspot.com/2005\\_02\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2005_02_01_imoti_archive.html)

за установяване на текущи пазарни цени, по която се уреждат оценките при продажба или замяна на имоти от държавния поземлен фонд<sup>127</sup>.

Очертава се и още един важен извод – че пазарът на земя в България все още е спекулативен. Купувачи, които имат свободни средства много често правят вложения в покупката на земя, без да е ясно какво точно ще е предназначението ѝ. В повечето случаи те очакват покачване на цените през следващите години и реализиране на печалби от препродажбата на имота, а не от неговата експлоатация.

От друга страна средства по различни европейски проекти и програми в земеделието повишават доходността от обработването на земята и в повечето случаи – даваната от арендаторите рента. Това влияе върху търсенето на качествена земя. Част от купувачите смятат да се регистрират като земеделски производители и да получават субсидии при обработване на земите си с влизането ни в ЕС. Средствата по програма САПАРД и други проекти не се оказват обаче напълно достатъчни, а банките не проявяват особен интерес към кредитирането на земеделието, когато то не е свързано с усвояване на суми от ЕС

Същевременно има индикации, че земеделската земя може да се окаже най-перспективна за печеливша инвестиция. Това може да бъде резултат на очакваното изравняване на цените на земеделските имоти с тези в ЕС, а от друга – на предприеманите мерки за стимулиране на земеделието, доколкото България се очертава като аграрен сектор в единна Европа. Очаква се и ефективността на земеделието у нас да бъде на високо ниво. Едновременната оценка на тези два процеса от гледна точка на факта, че и чужденци ще могат да придобиват земя и да я обработват ефективно, позволява да се определят инвестициите в земеделска земя като сравнително нискорискови.

Сегментът на поземлени имоти за строителство не е типичен и изцяло самостоятелно обособен. Причина за това е, че той е необходима предпоставка за развитие на сегментите жилища, офис и търговски площи, индустриални имоти. Получаването на разрешение за строеж и започване на строителството (това трябва да стане в 5-годишен срок), стават в някои случаи години след придобиване на собствеността върху строителните парцели.

Парцели в регулация понякога се закупуват и с неуточнени инвестиционни намерения, множество агенции поддържат отделни бази данни за тези имоти, поради което са налице предпоставки за неговото отделно разглеждане. Придобиват се и земеделски земи с цел евентуална последваща смяна на тяхното предназначение.

Обща тенденция тук е значителното нарастване на цените на парцелите без оглед на това дали са предназначени за жилищно строителство или развитие на туризма по Черноморието или в планинските курорти.

Например средните офертни цени на парцелите в регулация в селищата с минерални извори в България са от 9 до 270 евро/кв. м. Има ясна тенденцията към нарастване на цените и тя е свързана с повишеното търсене на недвижими имоти в селища, където има минерални извори. Причината се крие в добрите перспективи за развитие на балнеотуризма в България.

В заключение следва да се посочи, че така направената характеристика на пазара на недвижима собственост в страната, който по същество е икономическата предпоставка за възникването и развитието на ДСИЦ у нас, има за задача и дава

---

<sup>127</sup> Целта на промените е цените на земеделските земи да се приведат в съответствие с новите пазарни реалности. Показателите в наредбата, по които се извършва оценяването на земеделската земя, са едни и същи както за частната земеделска земя, така и за земите от държавния поземлен фонд.

възможност да се формулират и определени изводи относно перспективите и проблемите пред тези дружества<sup>128</sup>.

## 2.2. Правно-организационни основи и изисквания към дейността на ДСИЦ

### 2.2.1. Правно-организационни основи

Нормативната уредба по проблематиката е основно в ЗДСИЦ и наредбите<sup>129</sup>, които КФН прие във връзка с прилагането му. За неуредени в закона въпроси се прилагат разпоредбите на ЗППЦК и ТЗ<sup>130</sup>. От значение за тези дружества са и отделни норми в ЗКПО и Закона за облагане доходите на физическите лица.

Дори частичният преглед на нормативната уредба на ДСИЦ показва, че тя е доста сложна, каквато всъщност е и дейността на самите дружества. Факт е, че за ефективното функциониране на ДСИЦ са необходими значими икономически и правни знания, свързани с надеждни финансиращи и инвестиционни решения в недвижимата собственост.

Самият закон урежда отношенията, свързани със секюритизацията на недвижими имоти и вземания, посредством дружества, получили лиценз за извършване на дейност като ДСИЦ. Под “секюритизация”, както вече беше посочено, се разбира дейност, при която вещни права (право на собственост и право на строеж) върху недвижими имоти или права върху парични вземания, включително и бъдещи вземания, се материализират в ценни книжа, предлагани публично<sup>131</sup>. Основните цели на този нов закон са:

а) създаване на условия за развитие на инвестирането чрез секюритизация на недвижими имоти и вземания и за развитие на капиталовия пазар;

б) защита на интересите на инвеститорите в ДСИЦ.

По своята същност ДСИЦ е акционерно дружество, което инвестира парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти или във вземания. Очаква се дружествата, инвестиращи в недвижими имоти, да станат едни от най-крупните инвеститори у нас и да инвестират в изграждане на цели жилищни комплекси, хотелски вериги, търговски обекти, производствени бази, туристически

<sup>128</sup> Вж. т. 3.1, където това е направено комплексно, след като са разгледани и правно-организационните предпоставки за възникването на ДСИЦ, и тяхното състояние у нас към момента.

<sup>129</sup> Вж. Наредба № 11 от 3 декември 2003 г. за лицензите за извършване на дейност като фондова борса, организатор на неофициален пазар на ценни книжа, инвестиционен посредник, инвестиционно дружество, управляващо дружество и дружество със специална инвестиционна цел (Обн., ДВ, № 109, 2003); Наредба № 2 от 17 септември 2003 г. за проспектите при публично предлагане на ценни книжа и за разкриването на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа (Обн., ДВ, № 90, 2003).

<sup>130</sup> ЗДСИЦ съдържа специални норми по отношение на ЗППЦК и ТЗ, и ДСИЦ по същество е уредено като разновидност на инвестиционните дружества от затворен тип. Във връзка с това към тези дружества се прилагат Принципи за корпоративно управление на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР), приети от Държавната комисия по ценни книжа с Протокол № 72/18.12.2002 г. и изискванията за изготвяне на отчет за управлението.

<sup>131</sup> “Легалният термин „секюритизация“ е използван да обозначи една по-широка по обхват дейност, осъществявана от ДСИЦ, която не се вмести в класическите определения на секюритизацията и последната като понятие на практика се изравнява по смисъл с инвестирането. Специалното значение на термина „секюритизация“ е трансформацията на частно търгувани инструменти, т.е. търговски ефекти и вземания, в прехвърляеми ценни книжа.” Вж. Жишев, Евг. Относно някои аспекти на правния режим на дружествата със специална инвестиционна цел. //Бюлетин на Комисията по финансов надзор, № 9, 2003. В тази връзка вж. и т. 1.1.2.

комплекси и други подобни, от чиято експлоатация по-късно да се акумулират доходи. Тези дружества вероятно ще бъдат атрактивни и за инвеститори от чужбина, доколкото се очаква доходността в ДСИЦ да бъде на високо ниво. ДСИЦ са първите типични публични дружества в България, тъй като имат потвърден проспект за набиране на реален капитал в големи размери, който ще инвестират в реалната икономика. По закон тези ДСИЦ могат да извършват само следните сделки:

а) набиране на средства чрез издаване на ценни книжа;

б) покупка на недвижими имоти и вещни права върху недвижими имоти, извършване на строежи и подобрения, с цел да се предоставят за управление, отдаване под наем, лизинг или аренда или продажба. Имотите трябва да се намират на територията на Република България.

ДСИЦ се учредява само по реда на чл. 163 от ТЗ, като учредителите могат да бъдат не повече от 50 лица. Не по-малко от 30% от капитала трябва да е записан от институционални инвеститори. Капиталът на ДСИЦ не може да бъде по-малък от 500 000 лв., като вноските са само парични. Учредителното събрание задължително приема решение за първоначално увеличаване на капитала. Акциите на дружество са безналични. ДСИЦ разпределя като дивидент не по-малко от 90 на сто от печалбата за финансовата година.

Първоначалното увеличаване на капитала на ДСИЦ става чрез публично предлагане на ценни книжа (обслужва се от инвестиционен посредник, като се емитират права). Проспектът съдържа данни в съответствие с разпоредбите на ЗППЦК и актовете по прилагането му, както и редица специфични данни като: инвестиционни цели и ограничения в инвестиционната политика; описание на критериите, на които отговарят недвижимите имоти, в които ще се инвестира; други източници на финансиране, ако такива са предвидени; условия, на които трябва да отговарят обслужващите дружества.

## **2.2.2. Основни изисквания към дейността на ДСИЦ**

Поради спецификата на ДСИЦ към дейността им законодателството предявява особени изисквания като:

а) Полагане на грижата на добър търговец, като се предпочита интересът на акционерите пред собствения и се поддържа оптимално съотношение между надеждност и доходност.

б) ДСИЦ възлага на едно или повече обслужващи дружества поддържането на придобитите недвижими имоти, извършването на строежи и подобрения, воденето и съхраняването на счетоводната и другата отчетност, както и извършването на други необходими дейности.

в) Преди придобиване на недвижими имоти ДСИЦ възлага оценяването им на един или повече експерти в тази област.

г) ДСИЦ не може да обезпечава чужди задължения или да предоставя заеми. То може: да емитира дългови ценни книжа, регистрирани за търговия на регулиран пазар; да получава банкови кредити за придобиване и въвеждане в експлоатация на активите за секюритизация или 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; да инвестира до 10 на сто от капитала си в обслужващо дружество.

д) ДСИЦ може да инвестира свободните си средства в ценни книжа, издадени или гарантирани от българската държава и в банкови депозити. То може да инвестира

до 10 на сто от активите си в ипотечни облигации. ДСИЦ не може да придобива дялови участия в други дружества, освен в обслужващи. То може да придобива нов актив или активи за секюритизация, само ако това е предвидено в устава на дружеството и в проспекта за публично предлагане на ценни книжа.

Освен горепосочените специфични моменти при ДСИЦ са налице особени изисквания при разкриване на информация, конфликт на интереси, преобразуване и прекратяване:

а) В тримесечните и в годишните си отчети освен информацията, която разкриват като публични дружества, ДСИЦ публикуват и информация за: дела на активите, отдадени за ползване срещу заплащане; продажба или покупка на нов актив на стойност, надвишаваща с 5 на сто стойността на секюритизираните активи; друга информация, определена с наредба на КФН.

б) Лицата, които управляват и представляват ДСИЦ, са длъжни да полагат грижа за защита на интересите на инвеститорите, като предпочитат интереса на дружеството пред своя собствен интерес и избягват конфликти между своя интерес и интереса на дружеството.

в) ДСИЦ не може да се преобразува в друг вид търговско дружество, както и да променя предмета си на дейност. За прекратяване на дружеството се издава разрешение от КФН.

Така представените правно-организационни изисквания към учредяването и дейността на ДСИЦ у нас могат да бъдат систематизирани и сравнени с водещите REITs – тези в САЩ (вж. табл. 15).

Таблица 15

**Основни характеристики на ДСИЦ в България и REITs в САЩ**

Характеристика	REITs в САЩ	ДСИЦ в България
Правно-организационна форма	Акционерно дружество	Акционерно дружество
Изискване за минимален брой акционери/съдружници	Не по-малко от 100. Не повече от 50% от акциите могат да принадлежат на 5 или по-малко акционери	Няма специални изисквания за минимален брой акционери. Учредителите не могат да бъдат повече от 50, и най-малко 30% от капитала следва да се запише от институционални инвеститори.
Изисквания към структурата на активите	Най-малко 75% трябва да са инвестирани в действаща недвижима собственост (съществува разделение между действаща и	Структурата на активите се определя от покупката на недвижими имоти и вещни права върху недвижими имоти, извършване на строежи и подобрения.

Характеристика	REITs в САЩ	ДСИЦ в България
	изграждаща се собственост)	Разделение между инвестиции в действаща недвижима собственост и строителство не съществува
Изисквания за инвестиране на свободните парични средства	Свободните парични средства могат да се инвестират само в първокласни ценни книжа	ДСИЦ може да инвестира свободните си средства в ценни книжа, издадени или гарантирани от българската държава и в банкови депозити. То може да инвестира до 10% от активите си в ипотечни облигации. ДСИЦ може да придобива дялови участия само в обслужващи дружества
Изисквания към източниците на доходи	Най-малко 75% от brutния доход трябва да е получен от наемни плащания или от лихви по ипотечни кредити	Няма специални изисквания, но доходите на практика приоритетно се формират от сделки с недвижими имоти
Изисквания за разпределение на дохода (печалбата)	Най-малко 90% от печалбата трябва да се разпредели между акционерите под формата на дивиденди	Най-малко 90% от печалбата трябва да се разпредели между акционерите под формата на дивиденди
Периодичност на разпределение на дохода	Текущо изплащане – месечно и тримесечно	Годишно
Данъчно облагане	Едностепенно, облекчено	ДСИЦ не се облага с корпоративен данък. Получените дивиденди се облагат с данък 7% при източника, който е окончателен
Търгуване на фондова борса на акциите/дяловете	Акциите на по-голямата част от REITs се търгуват на фондова борса	Търгуването на акциите на ДСИЦ на борсата е задължително
Възможност за привличане на заемен капитал	Не е забранено	Не е забранено. В проспектите следва да се посочи съотношението между привлечен и собствен капитал
Използване на имуществото на фонда	Не е забранено	Не е забранено

Характеристика	REITs в САЩ	ДСИЦ в България
за получаване на кредити		
Локализация на недвижимите имоти	Няма специални изисквания	На територията на България

Източник: Таблицата е съставена от автора на база на законодателното регламентиране на ДСИЦ и REITs.

От представените данни се налага безспорният извод, че българските ДСИЦ са по същество изградени като почти пълен аналог на REITs в САЩ. Този факт може да бъде оценен положително, доколкото именно американските REITs са доказали в най-голяма степен своята жизненост и способност да развиват икономиката и капиталовите пазари. Като кратък допълнителен коментар могат да се разгледат следните различия:

а) Придобитите от българските ДСИЦ недвижими имоти трябва да са на територията на нашата страна. Това изискване е напълно обосновано, доколкото се цели на първо място развитие на българската икономика, и на второ място – българските дружества едва ли биха могли да наберат капитал, достатъчен за инвестиции в чужбина.

б) Разпределението на дивиденди у нас става на годишна база. Този подход беше възприет и при приватизационните фондове. Основната цел на подобни ограничения, както по-рано така и сега, са опасенията от превръщането на определени дружества в пирамиди, които обещават тримесечно, месечно, а понякога и дори седмично изплащане на дивиденди<sup>132</sup>.

в) У нас липсва изискване за минимален брой акционери в ДСИЦ, както и за ограничение за контрол върху подобно дружество. Това обстоятелство обаче може да се оцени по-скоро негативно, защото именно концентрацията на собственост при сега котиращите се дружества на борсата ги лишава от една основна тяхна характеристика – разпръснатата собственост, която е предпоставка за истинска публичност.

## **2.3. Инвестиционни програми и финансово състояние на ДСИЦ**

### **2.3.1. Лицензирани ДСИЦ за периода 2004 – юли 2005 г.**

След приемането на законовата рамка през май 2003 г., в предвидения 6-месечен срок КФН прие всички наредби по прилагането на закона. Още в този период редица холдинги, крупни предприятия от материалната сфера (и главно от строителството), специализирани агенции за недвижими имоти, инвестиционни посредници, както и институционални инвеститори, предприеха действия за да реагират своевременно на законовите изисквания за регистриране на ДСИЦ. Самият процес по стартиране на тези дружества беше труден, но на по-късен етап се наблюдава истински бум при лицензирането им. Табл. 16 представя лицензираните

<sup>132</sup> В българската практика имаше немалко подобни примери.

към края на май 2006 г. ДСИЦ за недвижими имоти, а приложения 19-20 включват систематизирани данни относно учредяването на първите 9 дружества<sup>133</sup>.

Таблица 16

**Основни данни за лицензираните към май 2006 г. ДСИЦ  
за недвижими имоти в България**

№	Наименование	Дата на решение на КФН	Код на БФБ-София
1	“Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ	09.01.2004	TBIRE
2	“БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ	13.10.2004	BMREIT
3	“Колос-1” АДСИЦ	17.11.2004	COLOS
4	“И Ар Джи Капитал-1” АДСИЦ	22.12.2004	ERGC
5	“Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ	23.03.2005	BREF
6	“Актив Пропъртис” АДСИЦ	20.04.2005	AKTIV
7	“Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ	01.06.2005	ELAGR
8	“Парк” АДСИЦ	15.06.2005	PARK
9	“Адванс Терафонд” АДСИЦ	14.07.2005	ATERA
10	“Интеркапитал Пропърти Дивелопмънт” АДСИЦ	16.11.2005	ICPD
11	“Куантум Дивелопмънтс” АДСИЦ	30.11.2005	QUAD
12	“И Ар Джи Капитал-2” АДСИЦ	21.12.2005	ERGC2
13	“ЦКБ Риъл Истейт Фонд” АДСИЦ	11.01.2006	-
14	“Булленд инвестмънтс” АДСИЦ	25.01.2006	LAND
15	“ФеърПлей Пропъртис” АДСИЦ	01.02.2006	FPP
16	“Булгериън Инвестмънт Груп” АДСИЦ	14.02.2006	BIG
17	“Премиер Фонд” АДСИЦ	29.03.2006	PRF
18	“СИИ Имоти” АДСИЦ	17.05.2006	-
19	„Софарма имоти” АДСИЦ	25.05.2006	-
20	“Фонд за земеделска земя Мел Инвест” АДСИЦ	25.05.2006	-

Източник: КФН и [www.investor.bg](http://www.investor.bg).

Данните позволяват да се направят редица изводи<sup>134</sup>:

а) Само в рамките на първата половина на 2005 г. КФН е издала повече лицензи, отколкото през цялата 2004 г. Същевременно от края на 2005 г. до май 2006 бяха издадени нови 11 лиценза на ДСИЦ за недвижими имоти, от които “Булленд инвестмънтс” АДСИЦ се специализира в инвестиции в земеделска земя. По този начин броят на ДСИЦ в България достигна около 1/3 от броя на подобни дружества в

<sup>133</sup> Анализът на REITs-пазара в България е направен на базата на дейността на лицензираните към юли 2005 г. ДСИЦ, тъй като информацията за останалите е недостатъчна. Лицензирани са и пет дружества за секюритизация на вземания: “Капитал Директ-1” АДСИЦ, “Кепитъл Мениджмънт” АДСИЦ, “ХипоКапитал” АДСИЦ, “Трансинвестмънт” АДСИЦ и “Фонд за енергетика и енергийни икономии – ФЕЕИ” АДСИЦ.

<sup>134</sup> Допълнителен коментар по някои от тези изводи се прави в частта, отнасяща се до проблемите и перспективите пред ДСИЦ у нас.

страна като Русия и изпревари някои страни в ЕС с дългогодишни традиции в тази област<sup>135</sup>.

б) Сред учредителите на дружествата преобладават холдингите, застрахователните и инвестиционните дружества, т.е., компании, пряко свързани с капиталовия пазар. Прави впечатление, че липсват предприятия от строителния бранш, както и строителни предприемачи.

в) Сред институционалните инвеститори на първите 9 дружества няма банки. Трябва да се посочи, че разрешение от БНБ за участие като институционален инвеститор в “Европейски Югоизточен Фонд Имоти” АДСИЦ получи “Банка Запад-Изток” АД; “Евробанк” АД получи аналогично разрешение за участие в “Трансинвестмънт” АДСИЦ, а “Инвестбанк” АД – в “Ай Корп” АДСИЦ.

г) Сред банките депозитари и инвестиционните посредници няма такива, които в значителна степен да са извели тези функции. В повечето случаи инвестиционните посредници са свързани с някои от учредителите. Прави впечатление, че при 5 от общо 9 дружества правният консултант е един и същ<sup>136</sup>.

д) Независимо от високата строителна активност и развитието на пазара на недвижими имоти по Черноморието няма ДСИЦ, което да е със седалище във Варна или в Бургас. От всички дружества само едно е със седалище в Пловдив, а всички останали – в столицата.

Редица заслужаващи внимание изводи могат да се направят и във връзка с формирането на капитала на ДСИЦ у нас. В приложение 21 и приложение 22 са представени данни за първите 9 дружества: първоначалните и прогнозираните последващи емисии, капиталът към декември 2005 г. и общият ресурс, като се има предвид и заложеното съотношение с външни източници на финансиране (главно кредити). Представени са и данни за основните акционери след последващото увеличаване на капитала. От тези данни могат да се констатират следните факти:

а) Видно е, че, подобно на останалите публични дружества у нас, и при ДСИЦ продължава да е налице концентрация на собствеността и контрол върху дейността на дружествата<sup>137</sup>.

б) В рамките на своите проспекти ДСИЦ са заложили редица последващи емисии и са предвидили значително използване на външни източници за финансиране. В случай че тези първоначални предвиждания се реализират, то ДСИЦ, които ще инвестират в земеделски земи, ще акумулират около 200 000 000 лв. или малко над 100 млн. евро, а останалите 7 дружества – над 1 млрд. лв., съответно – над 500 млн. евро. Посочените прогнозни данни се разминават с практически осъществените емисии на акции и акумулирания общ ресурс, което се дължи на по-късно взети решения за увеличаване на капитала или незаписване на всички акции. Данните за капитала към 31.12.2005 г. са съгласно ГФО на ДСИЦ. Следва да се посочи, че разполагаемия капитал на ДСИЦ непрекъснато расте<sup>138</sup>:

• В края на 2005 г. капиталът на “Парк” АДСИЦ беше успешно увеличен на 5 200 000 лв., но счетоводно това не е показано в ГФО поради необходимостта от техническото приключване на емисията;

---

<sup>135</sup> В процес на лицензиране са още “Европейски Югоизточен Фонд Имоти” АДСИЦ, “Ай Корп” АДСИЦ. На “Декстра Недвижимости” АДСИЦ и “Еврофонд Имоти” АДСИЦ беше отказано издаването на лиценз.

<sup>136</sup> “Димитров, Чомпалов и Годорова” ООД, София.

<sup>137</sup> Най-точна информация за структурата на собствеността е налице само в централния депозитар, но тя не е публична.

<sup>138</sup> Източник: <http://investor.bg>.

- През февруари 2006 г. капиталът на “БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ бе увеличен до 23 394 706 лв., на “Актив Пропъртис” АДСИЦ – до 5 200 000 лв., а на “Колос-1” АДСИЦ – до 2 000 000 лв.

- “Аванс Терафонд” АДСИЦ увеличи капитала си двойно до 22 086 729 лв. през март 2006 г.;

- “Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ е в процес на увеличаване на капитала си до 60 450 000 лв. “Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ също планира да увеличи капитала си до близо 60 000 000 лв., а “Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ – до 55 000 000 лв. За тези три дружества това означава тройно увеличаване на капитала. До края на 2006 г. “Актив Пропъртис” АДСИЦ планира нова емисия акции с ориентировъчен размер от 20 000 000 лв.<sup>139</sup>

Представява интерес каква би била финансовата, респективно и инвестиционна мощ на първите 9 ДСИЦ в България, ако се изпълнят прогнозите им от първоначалните проспекти за акумулиране на ресурс. Във връзка с това в табл. 17 и табл. 18 се представят данни за имотите, които могат да се закупят или построят, ако финансиращите намерения само на тези фондове се осъществят:

Таблица 17

**Възможен строеж на апартаменти в завършен вид от ДСИЦ**

№	Инвестиционни разходи, вкл. и земя (евро)	Кв.м / апартамент	Бр. апартаменти
1	390	60	21 368
2	390	75	17 094
3	390	100	12 821

Източник: Таблицата е съставена от автора.

Таблица 18

**Възможно закупуване на декари земя от ДСИЦ, специализирани в земеделска земя**

№	Цена на декар (евро)	Декари	% от обработваемата земя
1	50	2051282	63.33
2	100	1025641	31.67
3	150	683761	21.11

Източник: Таблицата е съставена от автора.

Данните показват, че при средни за страната инвестиционни разходи от 390 евро/кв. м разгърнатата застроена площ, ДСИЦ могат да построят с набрания капитал над 17 000 апартамента от 75 кв.м – това е над 2 пъти повече от всички въведени в експлоатация жилища през 2004 г. Те биха могли да изкупят и над 30% от обработваемата земя по цена от 100 евро, което е с около 50 лв. повече от средната пазарна цена за 2004 г.

в) Същевременно трябва да се посочи, че набирането на капитал от ДСИЦ чрез публично предлагане на ценни книжа преминава при променлив успех. Налице вече е

<sup>139</sup> Необходимо е да се отчете и фактът, че емисионните стойности на акциите от новите емисии в почти всички случаи са над номиналната (от 1.20 на “Аванс Терафонд” АДСИЦ до 1.50 за “БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ и дори 2.00 за “И Ар Джи Капитал-2” АДСИЦ. Освен това в дружествата постъпват и сумите, набрани от продажбата на права.

дружество, което дори не успя да увеличи първоначалния си капитал от 500 000 лв. с 30%. От 150 000 лв. при първоначалното си увеличаване на капитал “Колос-1” АДСИЦ набра само 103 000 лв. “Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ извърши емисии на акции, с които по същество се целеше по-голямо увеличение на капитала. Има и дружества като “БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ и “Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ, чиито емисии на акции преминаха или преминават изключително успешно. Някои от дружествата като “Адванс Терафонд” АДСИД постепенно увеличават капитала си, за да се ориентират в инвеститорския интерес.

г) На практика всички дружества предвиждат в проспектите си ползване на кредитен ресурс, който в значителна степен надвишава основния им капитал. Ориентацията към подобен източник на финансиране се обяснява с по-бързите срокове за получаване на кредити, отколкото при емитиране на акции на фондовата борса<sup>140</sup>, както и със склонността на банките да кредитират придобиването или изграждането на недвижими имоти.

### 2.3.2. Характеристика на инвестиционните програми на ДСИЦ

ДСИЦ набират капитал, за да осъществят своите инвестиционни цели или програми. По принцип тези дружества са създадени, за да инвестират набраните средства на базата на минимизиране на риска, т.е. чрез диверсификация на портфейла от недвижими имоти. За целта те трябва да изберат определен пазарен сегмент или сегменти на недвижими имоти, регион на инвестиране, а така също и начините за получаване на доходи: изграждане на обекти и продажбата им или отдаването им под наем; закупуване на завършени имоти и отдаване под наем или продажба. Обща представа за инвестиционните цели на ДСИЦ в България по сектори може да се получи от приложение 23 и изготвената на негова база фиг. 21.



Фиг. 21. Разпределение на ДСИЦ в България към юли 2005 година по сектори на инвестициите.<sup>141</sup>

Източник: Фигурата е разработена от автора.

<sup>140</sup> Тази процедура отнема около четири месеца и не гарантира набирането на капитала.

<sup>141</sup> Разпределението на ДСИЦ е направено на база на проспектите им при тяхното лицензиране. Последващите емисии от акции на дружествата показват, че те набират капитал за инвестиране в търговски и офис площи (изключение правят разбира се ДСИЦ, инвестиращи в земеделски земи) и се избягват жилищните и индустриални имоти. По този начин структурата на българския REITs-пазар в голяма степен ще се доближи до тази в САЩ, където търговските и офис площите също са основните пазарни сегменти.

Какви основни изводи могат да се направят от тези данни и от по-конкретните данни, които са публикувани в проспектите на ДСИЦ:

а) У нас преобладават, поне на този етап, ДСИЦ, които спадат към типа “диверсифицирани”, т.е. те инвестират в почти всички сегменти на пазара на недвижима собственост. Необходимо е обаче да се посочи, че тази диверсификация е привидна, защото в повечето проспекти е посочено, че дружествата ще инвестират във всеки от различните сегменти до 90% от активите си, без да е посочен някакъв точен относителен дял<sup>142</sup>. Това по-скоро означава, че на този етап ДСИЦ са с недостатъчно изяснени инвестиционни цели. Те изчакват развитието на пазарната конюнктура, за да конкретизират инвестиционните си намерения. Отново трябва да се уточни, че предвидените инвестиции в индустриални имоти изостават от тези в жилищни (и хотели) имоти, търговски и офис площи.

б) Характерно за България е и наличието на ДСИЦ, специализирани да инвестират в земеделска земя, която след окрупняването ѝ да бъде продавана или давана под наем. Очакванията на ДСИЦ са именно тук да има значителен ръст на цените след присъединяването на България към ЕС. Основен проблем за дружествата тук са маломерните парцели, който може да се реши чрез приемане на Закон за комасацията на земята. През 2005 г. първите две специализирани ДСИЦ изкупили около 64 000 дка земеделска земя: 30 000 дка закупи “Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ; 34 000 - “Адванс Терафонд” АДСИЦ. И двете дружества са купували основно земи със средна площ от около 10-15 дка. “Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ е ориентирана главно към Северна България, а второто дружество проявява интерес и към земите в Южна България<sup>143</sup>. Към края на април 2006 г. посочените дружества вече притежават 150 000 дка земя. Още 10 000 дка са закупени главно от третото специализирано дружество – “Булленд инвестмънтс” АДСИЦ. Намерения за закупуване на 40 000 дка земя до края на година са заявени от “Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ.

в) Трудно може да се говори за някаква регионална диверсификация на ДСИЦ, тъй като в почти всички проспекти е посочено, че те ще инвестират главно в София и по Черноморието<sup>144</sup>. Факт е, че пазарът на недвижими имоти в тези райони е най-развит, а цените са най-високи, но това не винаги е най-добрата инвестиция. Изграждането на търговски и офис площи в редица области центрове би могло да се окаже по-удачно. Същото се отнася и до изграждането на жилища в населени места, които предлагат спокойствие и красива природа, както и до изграждане на балнеосанаториуми.

г) Част от дружествата са се насочили към строителство на обекти и продажба или отдаване под наем. Такава са инвестиционните цели на “Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ<sup>145</sup>, “Колос-1” АДСИЦ, “Парк” АДСИЦ, “И Ар Джи капитал-1” АДСИЦ<sup>146</sup>. При изграждането на недвижимите имоти печалбата на строителните предприемачи остава в самото ДСИЦ, но такива проекти изискват повече време, което може да намали крайната възвръщаемост.

---

<sup>142</sup> Изключение прави “Колос-1” АДСИЦ.

<sup>143</sup> Източник: <http://www.segabg.com/online/article.asp?issueid=2133&sectionid=17&id=0001901>.

<sup>144</sup> “БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ има придобит търговски център в Пловдив.

<sup>145</sup> Дружеството изгражда офис сграда в София, която след това ще отдава под наем. В Слънчев бряг то ще изгради луксозен жилищен комплекс, предназначен за продажба предимно на чужденци.

<sup>146</sup> Дружеството на практика е изпълнило инвестиционната си програма още с потвърждаването на проспекта му – то е закупило и отдало под наем две сгради.

д) Поради посочената причина, както тези, така и останалите ДСИЦ са предвидили в инвестиционните си програми закупуване на завършени имоти. В зависимост от пазарните условия те ще се ориентират към продажба или отдаване под наем.

### **2.3.3. Финансовото състояние на ДСИЦ**

#### **2.3.3.1. Финансово състояние, съгласно проспектите на дружествата.**

По силата на действащото законодателство в проспектите си (и най-вече в регистрационните си документи) ДСИЦ предоставят информация за резултатите от дейността си, прогнозираното финансово състояние и перспективите за развитието си<sup>147</sup>.

Безспорно е, че това е най-важният раздел от проспекта на дружествата, и че те са положили немалко усилия, за да представят достоверна информация на потенциалните инвеститори. Необходимо е да се посочи, че това е най-трудният раздел, защото в него трябва да се конкретизират и обосноват финансиращите и инвестиционни намерения на ДСИЦ, както и да се изготвят прогнозни ГФО. Кой са най-важните характеристики на този раздел:

а) Основно място заема анализът на пазара на недвижима собственост в България. Следователно финансовото състояние на ДСИЦ се разглежда в пряка връзка или като основна функция от тенденциите в развитието именно на този пазар<sup>148</sup>.

б) Спазени са всички формални изисквания да се посочат основните предположения, на база на които емитентът е направил своите предвиждания, оценки и прогнози, както и основните виждания за всеки фактор, който може да има съществен ефект за постигането на прогнозите.

б) Регистрационните документи съдържат и предупреждение, че прогнозната информация е изготвена за илюстрация и поради характера си може да не дава вярна представа за очакваното финансово състояние и резултати на емитента.

В тези (по принцип правилно подготвени) раздели за финансовите резултати на ДСИЦ у нас се наблюдават и обезпокояващи факти, свързани с финансовото състояние на дружествата и цялостната им дейност. Систематизирано те могат да се представят по следния начин:

а) Почти всички ДСИЦ у нас планират загуба през първата (първите) година или много ниска възвръщаемост. Доказателствата за този извод са данните в табл. 19.

Посочените емпирични данни и направеният извод позволяват да се обосноват редица неблагоприятни констатации относно финансовото състояние и цялостното управление на ДСИЦ у нас:

---

<sup>147</sup> В отделен раздел на регистрационния документ те следва да представят и финансова информация, отговаряща на определени изисквания. Поради факта, че са новоучредяващи се, ДСИЦ не могат да представят подобни данни.

<sup>148</sup> Изрично изискване в тази насока няма, но ДСИЦ логически правилно третираат текст от наредба № 2 на КФН, в който се казва, че регистрационният документ следва да съдържа “данни за основните тенденции в производството, продажбите и материалните запаси, поръчките, себестойностите и продажните цени за последната финансова година; посочване на несигурните обстоятелства, тенденциите в търсенето, поетите ангажменти или събития за текущата година, които могат да имат съществен ефект върху приходите от основна дейност, доходността, ликвидността или капиталовите ресурси или биха направили финансовата информация неточна относно бъдещите резултати от дейността или финансовото състояние на емитента;”.

• Прогнозните данни не показват висока доходност и защита от инфлацията. Те се разминават с анализите, направени в представянето на пазара на недвижими имоти.

• При подобни разчети е трудно да се привлече интересът на строителните предприемачи. Те едва ли биха насочили ресурси към инвестиции в ДСИЦ.

Таблица 19

**Прогнозни брутна дивидентна доходност на ДСИЦ (%)**

№	ДСИЦ по код на БФБ-София <sup>149</sup>	2003	2004	2005	2006	2007
1	TBIRE	<b>0.14</b>	<b>3.52</b>	N/a	N/a	N/a
2	BMREIT	N/a	Загуба	<b>3.24</b>	N/a	N/a
3	COLOS	N/a	<b>3.38</b>	<b>1.23</b>	<b>8.00</b>	N/a
4	ERGC	N/a	<b>0.81</b>	<b>1.21</b>	<b>1.34</b>	N/a
5	BREF	N/a	N/a	<b>1.10</b>	<b>30.45</b>	N/a
6	AKTIV	N/a	N/a	<b>2.38</b>	<b>22.13</b>	N/a
7	ELAGR	N/a	N/a	Загуба	Загуба	<b>9.13</b>
8	PARK	N/a	N/a	Загуба	<b>18.80</b>	N/a
9	ATERA	N/a	N/a	Загуба	<b>0.68</b>	N/a

Източник: Прогнозни ГФО на ДСИЦ, публикувани в проспектите им и собствени изчисления на автора.

• Разчита се основно на присъединяването към ЕС и на благоприятна текуща конюнктурата на пазара на недвижима собственост.

• Налице е липса на ефективно оперативное управление на капитала.

б) Има значително разминаване между прогнозираните финансови резултати на ДСИЦ и фактически отчетените, като тенденциите са противоречиви – в едни случаи те са положителни, а в други са отрицателни (вж. табл. 20 и табл. 21).

Таблица 20

**Прогнозна и отчетна брутна дивидентна доходност на ДСИЦ към 31.12.2004 г.**

(%)

№	ДСИЦ	План	Отчет	Отклонение	Бележка
1	TBIRE	3.52	41.75	38.23	
2	BMREIT	-7.25	-1.54	5.71	
3	COLOS	3.38	-14.20	-17.58	
4	ERGC	0.81	5.29	4.48	Изчислената доходност е при 3 млн. броя акции. В ГФО са посочени 2 млн. <sup>150</sup>

Източник: Прогнозни ГФО на ДСИЦ, публикувани в проспектите им, ГФО за 2004 г. и собствени изчисления на автора.

<sup>149</sup> TBIRE (“Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ), BMREIT (“БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ), COLOS (“Колос-1” АДСИЦ), ERGC (“И Ар Джи Капитал-1” АДСИЦ), BREF (“Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ), AKTIV (“Актив Пропъртис” АДСИЦ), ELAGR (“Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ), PARK (“Парк” АДСИЦ), ATERA (“Аванс Терафонд” АДСИЦ).

<sup>150</sup> Вж. допълнителните пояснения, относно това обстоятелство в другите части на изложението.

**Прогнозна и отчетна брутна дивидентна доходност на  
ДСИЦ към 31.12.2005 г.**

(%)				
№	ДСИЦ	План	Отчет	Отклонение
1	BMREIT	3.24	6.33	3.09
2	COLOS	1.23	-13.27	-14.50
3	ERGC	1.21	17.30	16.09
4	BREF	1.10	2.03	0.93
5	AKTIV	2.38	4.62	2.24
6	ELAGR	-5.12	-2.30	2.82
7	PARK	-1.70	4.62	6.32
8	ATERA	-1.28	-3.09	-1.81

Източник: Прогнозни ГФО на ДСИЦ, публикувани в проспектите им, ГФО за 2005 г. и собствени изчисления на автора.

Този факт навежда на редица допълнителни изводи:

- прогнозните разчетите, направени в ДСИЦ, не са достатъчно прецизни;
- конюнктурата на пазара на недвижима собственост оказва решаващо влияние върху отчетните данни, което означава че са налице трудности при формирането на портфейлите на ДСИЦ и тяхното ефективно оперативно ръководство;
- значителното разминаване между прогнозни и отчетни резултата навежда на мисълта, че в редица случаи лицензирането на дружествата е формално и не се базира на обосновани икономически разчети и инвестиционни програми.

в) Представените прогнозни ГФО се характеризират с непълнота на информацията: липса на данни за приходи от продажби, занижени или нулеви стойности на текущите активи и пасиви и други подобни. Това води до редица интересни изводи и практико-приложни проблеми:

- Не може да се счита за нормално (дори когато става въпрос за прогнозен ГФО) да се посочват нулеви приходи от продажби и въобще нулеви приходи, както и нулеви стойности на редица други статии от баланса. Това показва, че самите разчети не са добре подготвени, независимо че почти всички дружества са се опитали да представят конкретни данни за инвестиционните си намерения.

- Като цяло направените разчети (финансиращи и инвестиращи) не се придържат към цялостен модел на инвестиционен проект със съответната оценка за неговата ефективност. В нито един от проспектите не е използван този подход, а на практика става въпрос за реални инвестиции, от чиято доходност ще се удовлетворяват инвеститорите в ДСИЦ<sup>151</sup>.

- Предходният факт на свой ред поставя въпроса за формално лицензиране на ДСИЦ у нас<sup>152</sup>.

<sup>151</sup> Вж. по тези въпроси: Георгиев, Ив. Основи на инвестирането. София, 1999; Желев, Ив. Управление на инвестиционния процес. Варна, 2001; Георгиев, Ив. Капиталово бюжетирание в промишлените фирми. София, 2000; Георгиев, Ив., Цв. Цветков. Мениджмънт на фирмените иновации и инвестиции. София, 1997.

<sup>152</sup> Беше посочено, че в Турция REITs функционират от края на 1997 г. В момента 10 подобни компании се търгуват на Истанбулската фондова борса, като общата им пазарна капитализация е над 1500 млн. USD. У нас в периода от края на 2004 до средата на май 2006 г. са лицензирани 19 ДСИЦ за недвижими имоти. В процес на учредяване и лицензиране са нови – ще могат ли всички те да участват ефективно на този пазар или не?

г) Прогнозните ГФО служат на потенциалните инвеститори за формиране на техните инвестиционни решения, но на тази база не могат да се изчисляват редица важни показатели, характеризиращи финансовото състояние на всяко едно дружество (ликвидност, обрщаемост на активите, рентабилност на база приходите от продажби и редица други). Тук следва да се игнорира фактът, че е възможно да се изчислява доходността (дивидентите) на акциите, която в най-голяма степен интересува потенциалните инвеститори. Всеки сериозен инвеститор би искал да направи цялостен анализ на финансовото състояние на ДСИЦ и би подходил с обосновани резерви към дружество, представящо подобни прогнозни ГФО.

На фона на тези по-общии и отнасящи се до всички ДСИЦ разсъждения могат да се направят и някои специфични изводи. Те се отнасят до дружествата ERGC и TBIRE, при които отчетните резултати към края на 2004 г. са по-добри от прогнозните (вж. данните в табл. 21). Във връзка с това могат да се направят следните коментари:

а) И двете дружества спадат към тези ДСИЦ у нас, които още в проспектите си (инвестиционните си програми) ясно са заявили инвестиционните си намерения и по-късно са пристъпили към тяхното осъществяване.

б) Вече беше посочено, че ERGC практически е осъществил инвестиционната си програма още с внасяне на проспекта за одобрение в КФН. Финансовите прогнози при това дружество се характеризират със значима достоверност. Друг факт е, че дружеството е първото, което се възползва от ефекта на освобождаване ДСИЦ от корпоративен данък, като по този начин повишава крайната доходност на своите инвеститори.

в) Интерес представлява TBIRE – дружество, реализиращо значителна доходност както към края на 2004, така и към средата и края на 2005 г.<sup>153</sup>. Тук обаче трябва да се обърне внимание на друг интересен факт, който може да се коментира на базата на данните от табл. 22, която е заимствана от регистъра на КФН.

---

<sup>153</sup> Вж. фиг. 23.

**Обстоятелства за “Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ (ТВIRE), свързани с  
разпределянето на дивиденди**

Уведомления за дивидент								
За година	Размер на дивидента в лева за 1 акция	Обща сума на дивидента	Вид на дивидента	Условия за изплащане и ред за изплащане на дивидента	Дата на ОС	Размер на дивидента в акции	Разпореждане за вписване	
							Номер на разпореждане	Дата на разпореждане
2003	0.00	0.00		Нама да бъде разпределен дивидент за 2003 г.	18.06.2004		444	02.07.2004
Протокол от общо събрание								
Дата на общо събрание	Дата на уведомление	Файл						
18.06.2004	25.06.2004	Описание: На проведеното ОСА са взети следните решения: 1. Приема доклада на УО за дейността на д-вото през 2003 г. 2. Приема доклада на специализираното одиторско предприятие за извършената проверка на ГФО за 2003 г. 3. Избор на регистриран одитор за 2004 г. 4. Освобождава от отговорност членовете на УО за дейността им през 2003 г. 5. Не разпределя дивидент						
29.04.2005	05.05.2005							

Източник: КФН. ЕРиК, 08.09.2005 г.

Посочените данни показват, че независимо от наличието на печалба към края на 2004 г., ТВIRE не е взело своевременно решение за разпределяне на дивиденди. От една страна това обстоятелство противоречи на изискванията на ЗДСИЦ, а от друга – поставя в изключително неблагоприятно положение потенциалните инвеститори. Така посочените официални данни поставят въпроса и за своевременното изпълнение на надзорните функции на КФН.

### 2.3.3.2. Финансово състояние, измерено на базата на ГФО<sup>154</sup>.

Безспорно е, че поради кратката финансова история на ДСИЦ у нас е трудно да се направи цялостна и надеждна преценка за финансовото им състояние на този етап. Наличната информация е недостатъчна, но съществуват факти, които трябва да се анализират още при зараждането на пазара на ДСИЦ:

<sup>154</sup> Вж. и т. 3.2.2, където финансовото състояние на ДСИЦ е измерено и чрез обобщаващ показател.

а) Налице е интересно обстоятелство, свързано с ГФО на ERGC. По баланс към 31.12.2004 г. печалбата трябва да се разпредели между 2 000 000 акции или това е 0.0793505 лв. на акция. Същевременно дружеството емитира нови 1 000 000 акции и реално, след увеличаването на капитала с 1 млн., brutният дивидент става 0.0529. Доходността в първия случай е 7.94%, а във втория – 5.29%, което е резултат на т.нар. разводняване на капитала. Друго обстоятелство е, че в отчета за приходите и разходите е посочена печалба от 176 хил. лв., а в баланса – 17 хил. Разликата се дължи на разпределянето на дивидентите – 159 хил. са посочени като текущи задължения към други лица. Следва ли това да бъде отразено по този начин в ГФО при положение, че води до неточна информация? В ГФО на TBIRE не е процедирано по този начин.

б) Следователно ГФО трудно дават точна представа за текущото финансово състояние, ако при посочения по-горе проблем не се постигне единен подход. Директното прилагане на техники за изчисляване на показателите понякога ще води до неточности. Капиталът на ERGC тогава е 2 000 000 лв. и в раздела за важна информация в регистъра на КФН не е посочено предстоящо увеличаване. Проблемът обаче има и частично обяснение, и се дължи на факта, че 1 000 000 акции се емитират като първоначално увеличаване на капитала в края на годината, а технически не е имало възможност това да бъде отразено.

в) Практико-приложните въпроси по разкриването на информацията остават, в т.ч. – на важната информация. В раздела за важна информация към регистъра на КФН е посочено, че съгласно одитирания ГФО печалбата на дружеството към 31.12.2004 г. е 176 335 лв., но на практика като текуща печалба са посочени 17 хил. лв. Разпореждането за вписване на КФН на уведомлението за дивиденти е едва от 15.04.2005 г. (на 14.04.2005 е вписано решението на КФН за вписване на емисията от 1 млн.).

г) Във връзка с това може с основание да се посочи, че ЕРиК дава данните със закъснение, публикува решенията и разпорежданията си по-късно, а това се отразява върху разкриването на информацията и преценката за финансовото състояние на ДСИЦ.

За да се проследи изцяло финансовото състояние на ДСИЦ, на фиг. 22 и 23 и табл. 23 и 24 са посочени някои основни данни за дружествата<sup>155</sup> на базата на финансовите им отчети към 30.06. и 31.12.2005 г.

Изводите се покриват с тези, посочени при прогнозните ГФО:

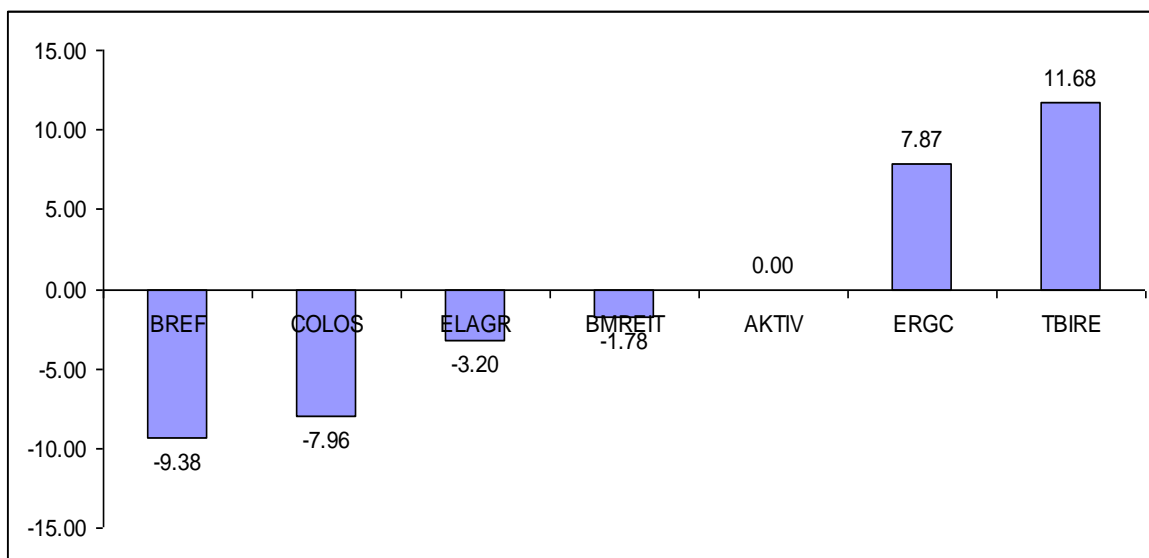
а) ГФО не дават възможност за изчисляване на всички показатели – липсват приходи, някои позиции са нулеви и т.н. Това основно се дължи на конюнктурната политика на някои дружества и на несъответствие между предварително набелязаните им цели и реално осъществяваните инвестиционни действия.

б) Отново с най-висока дивидентна доходност са дружествата, които са предприели конкретни ефективни действия по формирането на своя инвестиционен портфейл и той вече носи очакваните постъпления - ERGC и TBIRE.

в) Налице са нестандартни стойности на някои показатели за ликвидност и финансова автономност. Те могат да се обяснят с факта, че дружествата са набрали капитал в резултат на емисия на акции, който все още не е инвестиран в предвидените в проспектите активи. Прави впечатление, че на този етап дружествата не ползват кредитен ресурс, което води до високи коефициенти на финансова автономност. Налице е обаче и изключение – ERGC много ефективно използва т.нар. ефект на лоста.

---

<sup>155</sup> Поради липса на данни, към 30 юни 2005 г. не се разглеждат PARK и ATERA.



**Фиг. 22. Брутна дивидентна доходност на ДСИЦ към 30.06.2005 г. (%)**

Източник: ГФО на ДСИЦ и собствени изчисления на автора.

Таблица 23

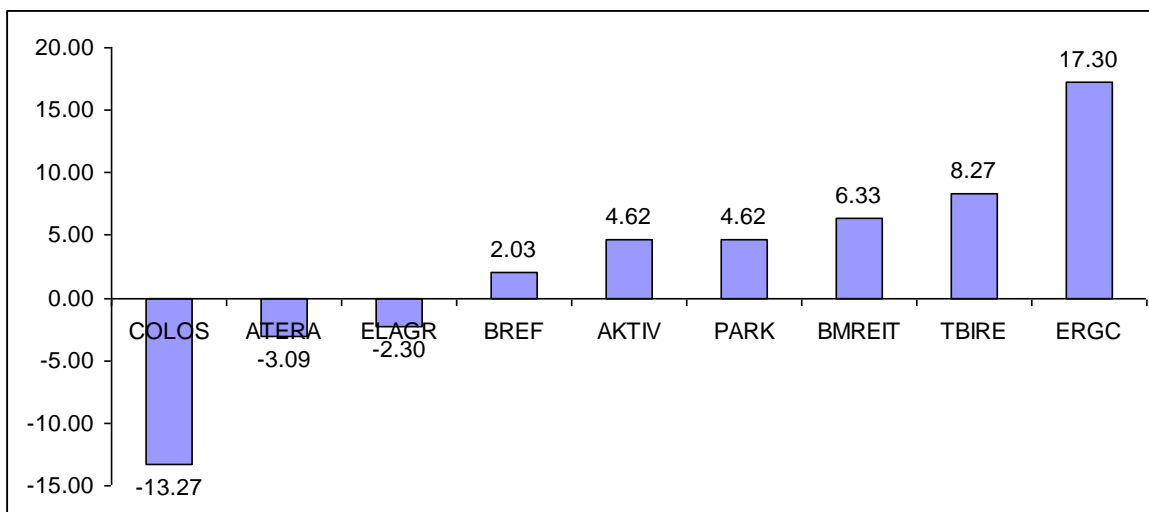
**Избрани финансови данни за ДСИЦ към 30.06.2005 г.<sup>156</sup>**

(коеф.)

№	Дружество	Кол	Рок	Рра	Ер	Фа	ПК/ДА
1	BREF	0.96	-0.094	-0.003	0.02	0.03	0.45
2	AKTIV	0.34	<b>0.002</b>	<b>0.001</b>	1.00	0.94	0.61
3	BMREIT	4.20	-0.018	-0.017	0.07	19.37	1.20
4	COLOS	0.08	-0.080	-0.057	<b>0.02</b>	1.27	0.58
5	ELAGR	2.67	-0.032	-0.022	<b>0.06</b>	2.13	4.65
6	TBIRE	1.00	0.117	0.007	1.89	0.09	0.97
7	ERGC	1.77	0.079	0.019	1.32	0.59	1.04

Източник: Финансови отчети на ДСИЦ към 30.06.2005 г. и собствени изчисления на автора.

<sup>156</sup> Стойностите на показателите, посочени с bold са резултат на изкуствено въвеждане на минимална печалба или приходи – в противен случай тяхното изчисляване няма икономически смисъл. Всички показатели са изчислени като коефициенти: Кол – коефициент на обща ликвидност; Рок – рентабилност на основния капитал; Рра – рентабилност на реалните активи; Ер – ефективност на разходите; Фа – финансова автономност; ПК/ДА – покритие на дълготрайните активи с постоянен капитал.



**Фиг. 23. Брутна дивидентна доходност на ДСИЦ към 31.12.2005 г. (%)**

Източник: ГФО на ДСИЦ и собствени изчисления на автора.

Таблица 24

**Избрани финансови данни за ДСИЦ към 31.12.2005 г.**

(коэф.)

№	Дружество	Кол	Рок	Рра	Ер	Фа	ПК/ДА
1	BREF	177.31	0.0203	0.0198	1.95	205.60	7.02
2	AKTIV	1.73	0.0462	0.0234	1.22	1.13	1.01
3	BMREIT	3.28	0.0633	0.0560	1.27	15.31	1.17
4	COLOS	11.48	-0.1327	-0.1649	<b>0.01</b>	10.55	147.67
5	ELAGR	4937.50	-0.0230	-0.0193	0.0043	5956.50	5.84
6	TBIRE	74.22	0.0827	0.0550	3.19	75.27	2.76
7	ERGC	1.21	0.1730	0.0403	1.36	0.55	1.02
8	PARK	23.54	-0.0309	-0.0289	0.10	33.34	3.09
9	ATERA	2.10	0.0462	0.0386	2.56	7.10	1.18

Източник: ГФО на ДСИЦ за 2005 г. и собствени изчисления на автора.

г) Шест от деветте ДСИЦ приключват 2005 г. на печалба. Загубата на ELAGR и ATERA е планирана (в първия случай тя е намалена, а във втория – увеличена). COLOS определено се очертава като първото ДСИЦ, което няма да може да осъществи инвестиционната си програма и може би, за да защити интересите на акционерите си ще бъде принудено да се влее в друго ДСИЦ. Като положителен може да се оцени фактът, че при 7 от дружествата отклонението от планираната годишна дивидентна доходност е в положителна посока, а TBIRE и особено ERGC предлагат на акционерите си доходност, сравнима с тази на развитите REITs-пазари<sup>157</sup>.

<sup>157</sup> Брутната дивидентна доходност на ERGC в края на първото тримесечие на 2006 г. е 4.90%. При запазване на този темп в края на годината тя би достигнала 19.60%. Две от ДСИЦ приключват първото тримесечие на загуба. COLOS реализира отрицателен финансов резултат в размер на 23 000 лв., представяващи -3.81% възвращаемост на основния капитал, а PARK регистрира загуба от 9000 лв., съответно – отрицателна възвращаемост от -0.17%. Останалите дружества отчитат минимални печалби и възвращаемостта на капитала им не надвишава 1%. Данните сочат, че ДСИЦ все още не достигат първоначално заявените си прогнози за доходност на своите инвеститори.

д) Следва да се обърне внимание на факта, че така както са планирали, именно ДСИЦ, инвестиращи в земеделски земи, приключват 2005 г. на загуба. Очакванията на тези дружества за реализиране на доходност са свързани главно с периода след приемането на България в ЕС.

**Представените и анализирани в глава втора на изследването данни доказват, че пазарът на недвижима собственост в България е в състояние да осигури обекти за инвестиране на ДСИЦ, които да им носят висока възвръщаемост и респективно – той е икономическа предпоставка за успешното функциониране на индиректното инвестиране в недвижима собственост чрез ДСИЦ и защита интересите на инвеститорите в тези дружества. Налице са и правно-организационните законови основи за учредяване и функциониране на ДСИЦ в България, като извършеният сравнителен анализ на характеристиките на ДСИЦ и REITs в САЩ констатира, че у нас тези дружества са регламентирани като почти пълен аналог на американските компании. Това позволява да се анализират инвестиционните цели на първите девет нововъзникнали ДСИЦ в България по сектори на пазара на недвижима собственост и да се изследва тяхното финансово състояние на базата на прогнозите в проспектите им и на база на шестмесечните им и годишни финансови отчети.**

## Глава трета

### Перспективи и възможности за усъвършенстване на секюритизацията в България

#### 3.1 Основни перспективи и проблеми за развитие на ДСИЦ

##### 3.1.1. Перспективи за развитие на ДСИЦ

Оценяването на перспективите на българските ДСИЦ следва да се направи най-напред през призмата на световните тенденции в развитието на тези дружества. Във връзка с това може само да се маркира, че в рамките на изложението беше показано непрекъснатото нарастване на ролята на REITs за развитието на пазарите на недвижима собственост, икономиката и капиталовия пазар. Налице е глобализация в разпространението на REITs в световен мащаб и пазарите за недвижима собственост постепенно се трансформират в REITs-пазари. Тези дружества са жизнени структури, които гарантират на инвеститорите надеждни доходи.

На този фон въвеждането им в България е съвсем навременно, и е базирано на адекватни икономически и правно-организационни предпоставки. Практиката също реагира – лицензирани са и развиват дейност първите 20 дружества, на пазара скоро ще се появят нови. Какви могат да бъдат по-общите положителни перспективи на българските ДСИЦ:

а) В България съществуват условия REITs-структурите да работят и да изпълняват основните си функции: висока доходност, инфлационна защита и т.н. Очакванията са и през следващите години пазарът на недвижима собственост да продължава да бъде атрактивен и динамичен, като е налице значима инвестиционна активност. Прогнозите са за среден годишен ръст на цените в рамките на 10% в периода 2007-2008 г., когато е предвидено приемането на страната в ЕС. Тези прогнози се базират главно на стабилните макроикономически показатели, на потенциала на ипотечното кредитиране и на притока на чуждестранни инвестиции. Възвръщаемостта на инвестициите в сферата на недвижимите имоти може да запази високите си средни годишни стойности в рамките на 10-15 и дори 20%.

б) Посочените прогнози са свързани и с един основен факт – строителната активност продължава, т.е., налице са инвестиционни продукти. Тази строителна активност е обоснована от очакванията за сериозно търсене след приемането на страната ни в ЕС. Пазарът на недвижими имоти в България и строителният бранш имат значим потенциал, тъй като в много населени места предстои изграждането търговски и логистични центрове, офис сгради, а на определени места – и на жилищни сгради.

в) Пазарът на недвижима собственост привлича значими капитали, а ДСИЦ са едно от средствата за това. Недвижимите имоти осигуряват доход на инвеститорите дори в условията на свръхпредлагане. От изложението се вижда, че независимо от нарасналото предлагане, цените на имотите само забавят своя темп. Очакванията са някои от строителните предприемачи да излязат от активния бизнес и да вложат своите средства в ДСИЦ, които на базата на диверсификацията и минимизирането на риска гарантират задоволителна доходност.

г) ДСИЦ в България станаха първите типични емитенти на ценни книжа и с това предизвикаха инвеститорския интерес. Той безспорно се дължи на икономическите характеристики на REITs като колективна инвестиционна схема в недвижима собственост. Очакванията са ДСИЦ да се превърнат в едни от най-

ликвидните позиции на фондовата борса, а това от своя страна да гарантира и бъдещото им по-добро функциониране<sup>158</sup>.

д) Във връзка с това може да се посочи, че благоприятните перспективи за българските ДСИЦ са свързани с нарастващия инвеститорски интерес на банките като институционални инвеститори, както и на чуждестранните инвеститори като цяло.

Би следвало обаче да се посочат и някои неблагоприятни тенденции:

а) На пазара на недвижими имоти в България функционират мощни чуждестранни инвеститори със значими капитали и продължителен опит, които осъществяват дейността си извън схемите на ДСИЦ. Тези инвеститори са настояща и бъдеща заплаха за българските ДСИЦ, ако те не успеят да акумулират значими капитали.

б) Съществуват български предприемачи, които се ориентират към инвестиране в недвижима собственост на значими финансови ресурси, набрани на чуждестранни капиталови пазари<sup>159</sup>.

в) Концентрацията на собственост в ДСИЦ може да предизвика отлив на инвеститорски интерес.

г) ДСИЦ безспорно ще срещнат съпротива сред спекулантите на недвижими имоти в страната, а така също и сред някои строителни предприемачи и строителни компании, които ще трябва да излязат от пазара.

д) Съществува възможност за разводняване на ДСИЦ – чрез появата на прекомерно много дружества, което може да доведе до сливания или ликвидации.

Може да се обобщи, че общата тенденция в световен мащаб в развитието на REITs, както и конкретната ситуация в България, дават основание да се счита, че ДСИЦ у нас ще се превърнат в един от основните способности за акумулиране на средства и тяхното ефективно инвестиране в недвижима собственост. В България са налице както икономически, така и правно-организационни предпоставки за тяхното успешно функциониране и първите успешни стъпки, изразяващи се в повишен инвеститорски интерес и стремеж за учредяване на повече дружества. ДСИЦ за недвижима собственост се оформят като новите качествени емитенти на капиталовия пазар, които ще гарантират високи доходи на множество на брой инвеститори.

### 3.1.2. Основни проблеми пред ДСИЦ

Пазарът на недвижима собственост и ДСИЦ в България са в началния си стадий на развитие. В този смисъл е трудно да се търсят аналози и да се правят съпоставки с проблемите и перспективите за развитие на глобалните пазари на недвижими имоти и

---

<sup>158</sup> Доказателство за това е и включването в широкия борсов индекс ВГ40 на три ДСИЦ: “БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ, “Елана Фонд за земеделска земя” АДСИЦ и “Аванс Терафонд” АДСИЦ.

<sup>159</sup> “Бългериън ленд дивелъпмънт” (Bulgarian Land Development Plc) е първият фонд за недвижими имоти, създаден от българи, който набра в края на март 2006 г. 25 млн. паунда на алтернативния сегмент на Лондонската фондова борса. Средствата ще бъдат инвестирани изцяло в България и ще са насочени към жилищни имоти и ваканционни обекти по Черноморието. Компанията е запазила възможност да инвестира в земя и в други проекти и райони на страната. Този фонд е инициран от Адрес Груп. От дружеството посочват, че ниската ликвидност на българската фондова борса води до трудности при набирането на значими капитали. Освен това чуждестранните инвеститори все още нямат достатъчно голямо доверие в българския капиталов пазар. За привличането на големи чуждестранни инвеститори Лондонската фондова борса се е оказала най-удачният вариант.

REITs. Все пак, в предварителен порядък, е необходимо накратко да се обърне внимание и на тези въпроси.

В началото на 2005 г. в САЩ перспективите за инвестиции в недвижими имоти са добри и са подобни на тези от предходната година<sup>160</sup>. Анализаторите обръщат внимание на следните характерни въпроси, част от които следва да се отчитат и у нас:

а) положителни обстоятелства и тенденции:

- както на всички пазари се търси оптималният баланс между търсене и предлагане, особено в офис сектора;
- не е налице тенденция за силно повишаване на цените на недвижимата собственост спрямо това от последните няколко години;
- ликвидността на пазара на недвижими имоти е близо до най-високото си ниво;
- акумулират се капитали от местни и чуждестранни, индивидуални и институционални инвеститори, и REITs се възползват от стабилния инвеститорски стремеж към почти всеки тип недвижима собственост, за да повишат капитала;
- регионалните търговски центрове остават топ сектора измежду основните типове недвижими имоти.

б) отрицателни обстоятелства и тенденции:

- някои REITs изпитват трудности и са принудени да намалят цените на предлаганите акции поради промяна в инвеститорския интерес,
- оттеглени са две първични публични предложения за набиране на капитал;
- около половината от общото повишение на капитала през 2004 г. се дължи на дълга;
- най-големият риск за REITs-инвеститорите може да бъде внезапно влошаване на капиталовите потоци, тъй като REIT-пазарът все още е относително малък и е чувствителен на промени в тях.

Прегледът на пазара на недвижима собственост и REITs в страните от ЕС показва по-високи темпове на нарастване отколкото в САЩ, и ако трендът се запази, повече инвеститори ще се насочат към недвижимата собственост в Европа, отколкото на американските пазари<sup>161</sup>. Тази перспектива се обяснява с нарастващите очаквания относно по-широкото използване на REITs в Европа.

Проблемите пред развитието на ДСИЦ в България трябва да се търсят по пътя на обратната аналогия с предпоставките за функционирането им от икономическа и правно-организационна гледна точка и при отчитане на възможностите за осъществяване на определени системни и секторни рисковете в развитието на пазара на недвижима собственост. По отношение на пазара на недвижими имоти като икономическа предпоставка могат да се посочат следните основни неблагоприятни обстоятелства или тенденции, свързани с ДСИЦ:

а) Българският пазар на недвижима собственост е все още пазар на предприемачите, а не на инвеститорите. Предприемачите в повечето случаи са строителни фирми, които са и изпълнители, и инвеститори на проектите. Налице е известно противопоставяне между типичните инвеститори и предприемачите. Част от последните, които разчитат предимно на спекулативни печалби, трудно биха

---

<sup>160</sup> Prudential Real Estate Investors, 2005 US Market Outlook.

<sup>161</sup> Вж. прогнозата за развитие на REITs в приложения 10 и 11. В периода 1998 – 2004 г. фондовете за недвижима собственост в Холандия, Белгия, Франция, Англия и Германия нарастват с 18%, а в САЩ – с 12%. Източник: Prudential Real Estate Investors, 2005 European Market Outlook.

подкрепили развитието на ДСИЦ, защото пълната реализация на инвестиционните програми на дружествата би изтласкала редица строителни фирми от пазара.

б) Предвижда се, че цените на недвижимите имоти ще достигнат своя таван през 2006 г., и пазарът на недвижима собственост у нас ще придобие по-различен характер<sup>162</sup>:

- Темповете на нарастване на цените и финансовите ресурси, насочени към този сегмент, ще намалееят. Цените на пазара ще стават все по-логични и обясними. С нарастване на стойността на строителните материали и труда новото строителство постепенно ще се доближава по стойност до пазарната цена на крайния продукт и ще намалява печалбата на предприемачи и строители.

- Ще се увеличи значението на качеството на предлагания имот, и на услугите, които посредническите агенции предлагат на своите клиенти. Чуждестранните инвеститори ще наложат своите критерии за качество и понекачествените имоти постепенно ще загубят купувачи, а това ще намали цените им.

в) Друга важна прогноза е, че само 15% от строителните ни компании ще оцелеят след приемането на страната в ЕС<sup>163</sup>. На пазара ще навлязат мощни западноевропейски компании с опит, модерно оборудване и квалифицирана работна сила, реализиращи стотици милиони годишен оборот. Българските предприятия, които в момента в тази сфера са около 20 000,<sup>164</sup> биха могли да се развиват, ако се насочат към обединяване и специализация в сдружения и консорциуми на технологичен принцип в съответните области – инфраструктура, ВиК услуги, електроинсталации, промишлено и гражданско строителство – и излязат на чужди пазари извън ЕС.

г) Развитието на пазара на недвижима собственост през последните години доведе не само до покачване на цените, но и до увеличаване на рисковете пред инвеститорите. Част от тях разчитат цените на земята и на недвижимите имоти да се повишат през следващите няколко години единствено поради присъединяването на България към ЕС. Тези очаквания не са съобразени с фундаментални икономически фактори – степен на икономическо развитие и изградена инфраструктурата. Рискове крият и някои допълнителни фактори: от една страна това е раздробеният пазар на земя, а от друга – фактът, че в много от големите градове на страната все още не е изяснено градоустройственото планиране.

д) Не е без значение, че се застъпват различни становища по един фундаментален въпрос – налице ли е спекулативно повишаване на цените при недвижимите имоти у нас? Ако такава има, в определен момент цените “гръмват” и пазарът се свлича надолу, повличайки след себе си редица инвеститори.

Според направено изследване на цените на недвижими имоти в столиците на 28 европейски държави България и София са на предпоследно място. След нас е само Сърбия и нейната столица Белград. Въз основа главно на тези данни се счита, че засега спекулативно завишаване на цените у нас едва ли има.

---

<sup>162</sup> Прогнозата е на Европейската комисия, направена в анализ на икономическото развитие на 25-те страни от ЕС и кандидатките за членство. Посочва се, че през 2006 г. публичните разходи, заплатите и банковите кредити ще нарастват с по-слаби темпове, БВП ще отбележи ръст от 4.7% при очакван около 6% за 2005 година, и това на свой ред ще се отрази и на пазара на недвижими имоти.

<sup>163</sup> Прогнозата е на Националната строителна федерация. Вж.: [http://imoti.blogspot.com/2005\\_02\\_01\\_imoti\\_archive.html](http://imoti.blogspot.com/2005_02_01_imoti_archive.html); <http://www.imoti.blogspot.com/>

<sup>164</sup> От тях 85% са малки - с постоянен персонал 5-10 души и годишен оборот под 5 млн. лв., 10% от дружествата попадат в графата “средни предприятия” и едва 5% са големите фирми с над 50 млн. лв. оборот годишно.

Според друго мнение<sup>165</sup> в България наистина има спекулативни цени на недвижимите имоти и въпросът е не дали, а кога те ще повлекат пазара надолу. Наблюдението е, че продавачите и техните брокери формират цените на база на цените на недвижимите имоти в Прага и Будапеща отпреди приемането им в ЕС, а купувачите приемат тези цени като неоспорима даденост. Счита се, че основните причини за спекулативните цени на недвижимите имоти са:

- Абсурдните цени и нереалистичните очаквания, че страната ще достигне Будапеща или Прага. В тази връзка се посочва, че местоположението на имотите в нашата страна (по примера на София) не е аналогично с това на Прага и Будапеща например, които са в центъра на Европа, изцяло са реставрирани и имат отлични инфраструктури и преки връзки с развитите западноевропейски пазари.

- Разминаване в основния ценообразуващ фактор – какви доходи е в състояние да генерира един недвижим имот. Цените в Чехия и в Унгария постигнаха взривообразно покачване, не заради очаквано автоматично приравняване с европейските след приемането на тези страни в ЕС, а поради възможностите на тези имоти да генерират много високи доходи под формата на рента. В България липсва връзката между цената и дохода, който генерират обектите на недвижима собственост. Наблюдава се трайна тенденция на задържане на растежа на наемите както на жилища, така и на офиси.

- Разкъсване на връзката цена-производствени разходи. Към края на 2005 г. разходите за построяването на един кв.м. жилищна площ (стандартна степен на завършеност - шпакловка и замазка) са около 270 евро, а продажните цени започват от много по-високи нива, гарантирайки феноменална за предприемаческия стротелен бизнес печалба.

Въз основа на тези и на други анализи се възприема становището, че на пазара на недвижима собственост у нас се формират спекулативни цени, които може и да не издържат до приемането на страната в ЕС. Самият акт на приемане не гарантира запазване на вече постигнатите или по-високи ценови равнища и не предотвратява риска от срив на пазара.

Съществуващите или евентуални правно-организационните проблеми пред ДСИЦ са:

а) Сложно практическо реализиране на ЗДСИЦ. Подобно обстоятелство действително беше налице при учредяването на първите ДСИЦ, но сега то е преодоляно. Последващи проблеми могат да възникнат от една страна поради факта, че ЗДСИЦ е действително сложен закон и е специален по отношение на ЗППЦК, а от друга – поради разминаване между прогнозната и действителна дейност на ДСИЦ във връзка със стопанската конюнктура и невъзможността да се спазват задължителните законови изисквания.

б) Съвпадане на въвеждането на законовата рамка на ДСИЦ с настъпилото значително оживление на пазара на недвижима собственост. Много предприемачи насочиха ресурси в строителния бранш, за да реализират високи доходи. При равни други условия, може би една част от тях биха предпочели да инвестират свободните си ресурси в ДСИЦ.

---

<sup>165</sup> Вж. Георгиев, Г. Кога ще се спуска спекулативният балон на недвижимите имоти в България. //Капитал № 5, 2005 г. Авторът е старши мениджър в консултантската компания „Earnst & Young“, Ню Йорк, САЩ.

в) По подобие на сега функциониращите публични дружества и ДСИЦ да се окажат с мажоритарни собственици, или под контрола на малко на брой юридически и физически лица.

г) Възможност пазарът на ДСИЦ “да прегрее” заради лицензиране на множество на брой дружества без ясни инвестиционни цели и програми. Подобно явление неминуемо ще доведе до вливания на дружества или тяхната ликвидация. Факт е, че проспектите на повечето дружества в голяма степен си приличат<sup>166</sup> Има предпоставки, да се извършва лицензиране въз основа на формални, а не и на икономически изисквания.

д) Следва обаче да се посочи друг факт, който може би ограничава дейността на ДСИЦ. В средата на 2004 г. бяха направени поправки в Закона за чуждестранните инвестиции, който вече е преименуван в Закон за насърчаване на инвестициите (ЗНИ). Беше приет и правилник за прилагането му, като е въведено разграничение на инвестициите в 3 класа според размера им: първи клас - инвестиции над 100 млн. лв.; втори клас - инвестиции от 50 млн. лв. до 100 млн. лв. включително, и трети клас - инвестиции от 10 млн. лв. до 50 млн. лв. включително. По реда на ЗНИ се насърчават инвестициите за придобиване на дълготрайни активи с цел създаване на ново или разширяване или модернизация на съществуващо производство на стоки и/или услуги, които създават работни места, а срокът за реализация на инвестициите е до три години. Тук не попадат инвестиции в банки, небанкови финансови институции, застрахователни дружества, инвестиционни посредници, инвестиционни дружества и дружества със специална инвестиционна цел, управляващи дружества, пенсионни и здравноосигурителни дружества, инвестиции в хазартни дейности. Издаденият от Българската агенция за инвестиции сертификат определя освен класа на инвестицията и правата на инвеститора, като например: административно обслужване на инвеститорите в съкратени срокове; прехвърляне безвъзмездно право на собственост върху недвижим имот – частна държавна или общинска собственост; отпускане на средства за изграждане на елементи на техническа инфраструктура, необходими за реализацията на инвестиционния план, който се изготвя при инвестицията. Този ред за насърчаване на инвестиции, както вече се посочи, не е предвиден за ДСИЦ, а той безспорно е от значение за тях. Именно тук може би следва да се търси по-добър начин за стимулиране на дейността на ДСИЦ, а това може да стане след съответна дискусия и икономически обоснована поправка в ЗНИ.

Посочено беше, че дейността на ДСИЦ е свързана с определени рискове, и всички те следва да се отчетат, и по възможност да се минимизират. Като най-сериозни рискови обстоятелства, чието сбъдване може да доведе до значими проблеми пред ДСИЦ, в настоящия момент се очертават:

а) Политическият риск, изразяващ се в евентуалното отлагане на приемането на България в ЕС от началото на 2007 година. По мнение на анализаторите именно този факт би се отразил в значителна степен на пазара на недвижими имоти, а оттук – и на ДСИЦ. Значителна част от инвестициите се извършват с оглед на последваща продажба на съответния недвижим имот на по-висока цена, при равни други условия удължаването на срока за членство с една година автоматично ще намали очакваната доходност. В редица случаи дори биха могли да се реализират немалки загуби.

---

<sup>166</sup> Това в определена степен е обяснимо, когато се ползват едни и същи правни консултанти например, има изрично определена структура и изисквания към проспектите, анализира се еднакъв обект – пазарът на недвижими имоти. Все пак следва да се отчита фактът, че става въпрос за различни дружества, със своя идентичност и инвестиционни цели.

б) Капиталовият пазар да остане и в бъдеще непознат и неатраактивен за инвеститорите, което би възпрепятствало набирането на средства от ДСИЦ, т.е., по подобие на пазара в САЩ да се влошат капиталовите потоци. Българският капиталов пазар едва ли би могъл в този момент да осигури необходимото за дейността на ДСИЦ финансиране. Само най-атраактивните дружества могат да разчитат на него. ДСИЦ оперират на капиталовия пазар и са зависими от състоянието му и перспективите пред него.

### **3.1.3. Влияние на капиталовия пазар върху развитието на ДСИЦ**

#### **3.1.3.1. Секюритизацията на недвижима собственост като опростен баланс на предприятие.**

Скюритизацията на недвижима собственост по същество е инвестиране в недвижима собственост на парични средства, набрани чрез публично предлагане на ценни книжа. Това позволява тя да се представи като един опростен баланс на предприятие със своя “пасив” – набраните на капиталовия пазар средства и със своя “актив” – придобитите недвижими имоти. Както при всяко друго предприятие, ако набирането на капитали е недостатъчно или неефективно, това би възпрепятствало инвестиционния процес. В резултат на това секюритизацията, като колективна инвестиционна схема, не би могла да функционира успешно. Това е онагледено на фиг. 24, на която са представени възможните потенциални заплахи при осъществяване на секюритизацията в България на макроравнище, а не от гледна точка на отделните ДСИЦ:



**Фиг. 24. Секюритизацията като опростен баланс на предприятие и основният проблем пред нея.**

Източник: Фигурата е разработена от автора.

ДСИЦ формират капитала си основно на фондовата борса. Развитието на секюритизацията и развитието на капиталовия пазар са обединени в ЗДСИЦ като една обща цел. Те са взаимосвързани – предполагат се и се допълват. Секюритизацията на недвижима собственост чрез ДСИЦ е неотменим елемент и евентуална предпоставка за развитието на капиталовия пазар. Същевременно ДСИЦ зависят от състоянието и перспективите на този пазар. Тъй като секюритизацията е доказана в световната практика инвестиционна схема, постигането на тази обща цел може да бъде затруднено от един основен проблем, съпътстващ капиталовия пазар: липсата на инвеститорски интерес и ликвидност на фондовата борса да доведат до проблеми при формиране на капитала на ДСИЦ. Тогава капиталовият пазар няма да изпълнява функциите си на ефективен финансов посредник и ДСИЦ не биха могли да осъществят инвестиционните си програми. До подобна ситуация би се стигнало, ако:

а) в ДСИЦ не се прилагат ефективно принципите за добро корпоративно управление, в т.ч. – за разкриване на информация;

б) постъпващата от дружествата финансова информация не се обработва и предоставя на масовите инвеститори по достъпен и лесен начин, т.е., ако не се

подобри аналитичният капацитет на самата борса на базата на подобряване на измерването на финансовото състояние на емитентите.

Основанията за подобни опасения се търсят в следващите две точки от изложението.

### 3.1.3.2. Секюритизацията на недвижима собственост и развитието на капиталовия пазар в България<sup>167</sup>.

Капиталовият пазар е един от елементите на финансовата система, чиято основна функция е финансовото посредничество. Той спомага за разпределение на финансовите ресурси от лицата, които разполагат с тях към предприятията, които се нуждаят от средства. Фиг. 6 и фиг. 29 недвусмислено показват, че ДСИЦ формират ресурса си именно на капиталовия пазар. Тези дружества инициират и управляват проекти, насочени в инвестиции в един от най-важните сектори на икономиката – в недвижима собственост. Ефективното развитие на ДСИЦ активизира строителния сектор и пазара на недвижима собственост, но то е силно зависимо от възможностите, които му дава капиталовият пазар за формиране на необходимите финансови ресурси.

На този етап мястото на капиталовия пазар в развитието на икономиката ни все още е ограничено и той не успя да се превърне в значим инструмент на финансовото посредничество. Банковата система продължава да доминира във финансовия сектор в България и страната ни изостава в своето развитие от капиталовите пазари в ЦИЕ по степен на пазарна капитализация, оборот, обеми и ликвидност.

Капиталовият пазар в България преминава през различни етапи на развитие<sup>168</sup>. След 2001 г. по общо мнение на специалистите се наблюдава подем в развитието му, доказателство за което са нарасналата пазарна капитализация, повишените обороти и обеми (вж. табл. 25).

Таблица 25

#### Основни данни за сделките с акции на БФБ-София (нормална търговия)

Година	Бр. акции	Оборот (лв.)	Бр.сделки	Средна цена на акция (лв.)	Акции на сделка
2005	127870173	1299828603	209661	10.17	610
2004	176457031	660747036	68753	3.74	2567
2003	39376374	180906032	40475	4.59	973
2002	20078483	83993666	16043	4.18	1252
2001	11336372	40368692	11871	3.56	955
2000	13233257	31815409	10094	2.40	1311

Източник: БФБ-София и собствени изчисления на автора.

<sup>167</sup> В рамките на изложението са използвани и становища (които авторът споделя) от: Анализ на капиталовия пазар и стратегия на БФБ-София за неговото развитие до 2007 г.; Николов, Ив. Капиталовият пазар в България – състояние и перспективи. София: ЦИР, 2004.

<sup>168</sup> Вж. по-подробно Николов, Ив. Цит. съч. Неговата история датира още от началото на миналия век, за известно време (1947-1991 г.) той не функционира и се възстановява с приемането на новия ТЗ. За същинско възстановяване обаче може да се говори едва след приемането на Закона за ценните книжа, фондовите борси и инвестиционните дружества (заменен по-късно от ЗППЦК) и най-вече след регламентирането и възникването на публичните дружества, без които той не е в състояние да функционира ефективно.

Анализаторите обаче определят този подем като недостатъчен. Посочват се редица тревожни характеристики на днешното състояние на капиталовия пазар, които включват:

- Той е непопулярен и/или непознат като алтернатива за финансиране на съществуващите или на потенциалните емитенти на ценни книжа.

- Капиталовият пазар остава непопулярен и/или непознат за масовия инвеститор (спестител), който би следвало да бъде основен фактор за един жизнен пазар. Активността на фондовата борса е разпределена предимно между ограничен кръг от институционални и професионални инвеститори.

- Капиталовият пазар е изправен пред нарастващ конкурентен натиск от страна на други канали за финансово посредничество – най-вече банковата система, но също и други канали за разпределения на ресурси (напр. застраховане или лизинг).

- Значителна част от оборота на БФБ-София се дължи на сделки с инструменти, които имат временно присъствие на борсата – компенсаторните инструменти и инвестиционните бонове, на които в перспектива не може да се разчита.

- Борсовата приватизация допринесе за ликвидността на капиталовия пазар, но тя също е също процес, ограничен във времето.

- Ликвидността на пазара се подобрява, но остава съсредоточена върху малко на брой търгуеми позиции.

Всичко това предопредели необходимостта от разработване на специален анализ на капиталовия пазар и прилагане на стратегия на БФБ-София за развитието му до 2007 г.<sup>169</sup> Трудно могат да се представят всички причини за относително слабото развитие на българския капиталов пазар. Като такива могат да се посочат:

а) Бавното утвърждаване на добрите практики на корпоративно управление в интерес и в защита на миноритарния акционер. Това в най-голяма степен се отнася до разкриването на информация от емитентите.

б) Във връзка с това на практика не съществуваха истински публични дружества, в които всички акционери да са равнопоставени, а техните интереси – балансирано защитени.

в) Приватизацията оказва решаващо значение за възникването на българския капиталов пазар, но след приключване на първата вълна на масовата приватизация се следваше преди всичко логиката на окрупняване на дяловете на мажоритарните акционери и отписване на публичните дружества<sup>170</sup>.

г) Поради това не борсовата приватизация, а наличието на привлекателни за инвеститорите дружества може да определи бъдещето на капиталовия пазар. Така се достига до едно от фундаменталните обяснения за слабото развитие на българския капиталов пазар – от всички основни участници на пазара (емитенти, посредници и инвеститори) емитентите (публичните дружества) са именно тези, без чиито естествен интерес към възможностите, предлагани от капиталовия пазар, е поставено под въпрос самото съществуване на този пазар<sup>171</sup>.

---

<sup>169</sup> Разработването на анализа и стратегията беше възложено в началото на октомври 2004 г. от “Българска фондова борса-София” АД на екип към Центъра за икономическо развитие. Текстът е публикуван на интернет страницата на БФБ-София.

<sup>170</sup> Вж. по-подр. по тези въпроси Моравенов, М. Анализ на модела на корпоративна собственост при публичните дружества. //КФН. Бюлетин № 12, 2003.

<sup>171</sup> Вж. Николов, Ив. Цит. съч., където се посочват различни причини за липсата на интерес в самите емитенти.

Въз основа на констатираните трудности стратегията за развитие на капиталовия пазар до 2007 г. съдържа предложения и мерки в следните направления:

- анализ за откриване на подходящи потенциални нови емитенти и действия по тяхното привличане;
- създаване на условия за привличане като емитенти специално на малките и средни предприятия;
- създаване на допълнителни данъчни стимули за емитентите и инвеститорите;
- разработване на нови продукти и пазари;
- организационно и структурно развитие на БФБ-София, в т.ч. повишаването на аналитичния капацитет на борсата, за да я доближи до аналозите в развитите държави;
- промени в нормативната уредба (и евентуално в правилата за работа на БФБ-София), за да се стимулира интересът на инвеститори и емитенти;
- установяване на стратегическо партньорство с пазари от ЕС;
- общо популяризиране и маркетинг на БФБ-София.

Представените виждания имат своята логика и трудно могат да се оспорят. У нас именно ДСИЦ могат да се превърнат във водещи емитенти (публични дружества), които да способстват за развитието на капиталовия пазар, и да са атрактивни и за потенциалните инвеститори. В подкрепа на това становище може да се посочи, че в България на този етап броят на истинските публични дружества е малък. У нас са нарушени най-вече балансът на интересите между емитент и инвеститор от една страна, а от друга – самите дружества не са заинтересовани да акумулират капитал през фондовата борса при липсата на съответни икономически предпоставки за това<sup>172</sup>. Като възможност за преодоляване на посочените негативи в световната практика се използват ДСИЦ. Прави впечатление, че в тези дружества много отчетливо са засегнати въпросите, свързани с разпределението на печалбата, дивидентите, данъчното им третиране, облагането с корпоративен данък. Това се използва като един от стимулите както за самите дружества, така и за инвеститорите, като се търси баланс на техните интереси. По правило при ДСИЦ собствеността е разпръсната между инвеститорите и в повечето случаи не се допуска някой (или група лица) да притежава контролен пакет акции.

Следователно, от теоретична гледна точка ДСИЦ, в голяма степен се вписват в мерките, визирани в стратегията за развитие на капиталовия пазар – те могат да се окажат най-важните нови емитенти. Същността на секюритизацията по смисъла на българското законодателство беше изяснена<sup>173</sup> и беше посочено, че у нас ЗДСИЦ има за обект едновременно: извършване на съвместно инвестиране; секюритизация на недвижими имоти; развитие на капиталовия пазар. Анализът на капиталовия пазар и стратегия на БФБ-София за неговото развитие до 2007 г. са изготвени в края на 2004 г., когато ДСИЦ в България правеха първите си стъпки и в този анализ им е отделено съвсем малко внимание. Практиката обаче показва, че именно ДСИЦ привлякоха инвеститорския интерес, при тях непрекъснато са налице нови емисии на акции и

---

<sup>172</sup> Това е така, защото по един чисто механичен начин беше даден статут на публични дружества на предприятия, които не са такива (нормално беше голяма част от тях впоследствие да отпаднат от регистрите на КФН). За публични дружества бяха провъзгласени всички предприятия, приватизирани по схемата на масовата приватизация само с една цел - да се осигури обект за търговия на фондовата борса.

<sup>173</sup> Вж. т. 1.1.2.2.

активна вторична търговия<sup>174</sup>. При това въвеждането им у нас става на фона на изключително динамично развиващ се през последните години пазар на недвижима собственост.

### **3.1.3.3. Развитие на измерването на финансовото състояние на предприятията.**

В изследването се застъпва становището, че измерването и анализът на финансовото състояние на ДСИЦ (и като цяло на публичните дружества) са от особено значение за развитието на процесите на секюритизация на недвижима собственост. Това се дължи на факта, че финансовото състояние на дружеството е неотменим елемент от разкриването на информация, респективно – на доброто корпоративно управление. Последното е в основата на ефективното функциониране на капиталовия пазар, на който ДСИЦ формират финансовите си ресурси<sup>175</sup>. Във връзка с това може да се обърне внимание на следните въпроси:

а) Източниците за анализ на финансовото състояние на предприятието могат да бъдат от различно естество, но най-важният винаги остава ГФО. Съдържащата се в него информация трябва да бъде привведена във вид, удобен за анализиране чрез изчисляване на различни показатели.

б) Всички дейности, свързани с анализа на ФСП, се извършват от участниците в анализа на финансовото състояние на предприятието, които са различни при различните предприятия както по своя брой, така и по своето естество<sup>176</sup>. Те в голяма степен се покриват, но и се различават от потребителите на анализа на финансовото състояние. Участниците са по правило тези, които извършват всички или повечето от етапите на анализа, докато потребителите ползват и оценяват готовия анализ и предприемат конкретни действия въз основа на направените в него изводи.

в) За да се осъществи практически анализът на финансовото състояние, се прилагат различни видове и методи на анализ на ФСП, като от гледна точка на изследването могат да се посочат едномерният, двумерният и многомерният метод (подход), които се определят от това дали анализът се извършва на базата на един, два или повече показателя за финансово състояние на предприятието.

г) Анализът на финансовото състояние на предприятието се извършва на базата на определени показатели. Безспорно е, че финансовите анализатори могат сами да подберат показателите, които да използват в своята практическа дейност. В повечето случаи обаче те следва да се съобразяват с наличието на съответни нормативни предписания. Регламентирането на показателите в нормативни актове има предимно положителни страни, защото по този начин се уеднаквяват методическите изисквания

---

<sup>174</sup> Вж. по-подр. по тези въпроси частта, отнасяща се до представянето на ДСИЦ у нас.

<sup>175</sup> В рамките на изложението въпроси, отнасящи се до анализа на финансовото състояние на предприятията като същност, функции и изискванията, не се разглеждат. Други, като: етапи, участници, потребители, методи и показатели за извършване на анализа, се маркират до степен, позволяваща на автора да защити вижданията си. Вж. по-подр. по тези въпроси например: Белев, Д. Икономически анализ, прогнозиране и планиране в предприятието. София, 1998; Вос, Б. Корпоративен анализ, пътеводител. София, 2001; Бернстайн, Л. Анализ финансовой отчетности. Москва, 1996; Тимчев, М. Финансово-стопански анализ. София, 1998; Златков, Ив. Финансово-счетоводен анализ. София, 1996; Динев, Д., Т. Кръстев. Анализ на финансово-счетоводните отчети. София, 1993. Проблемите около анализа на финансовото състояние на предприятията са обект на отделни изследвания на автора. Вж. Йовчев, Ив. Финанси на предприятието. Варна, 2000, с. 292-398.

<sup>176</sup> Например в процеса на масова приватизация 1050 предприятия бяха анализирани от 81 приватизационни фонда и хиляди индивидуални инвеститори едновременно. В други случаи като ЕТ е възможно анализът да се извършва само от едноличния собственик. Вж. за особеностите на участниците и потребителите на анализа на финансовото състояние в ДСИЦ в т. 3.2.2.1.

при изчисляването на показателите, налице е възможност за сравнения, ограничават се терминологичните несъответствия и като цяло – несигурността, че един анализатор е изчислил определен показател по един начин, а друг – по друг начин. Нормативните актове по принцип посочват минимума от показатели, които следва да бъдат изчислени и анализирани и е напълно възможно по преценка на анализиращия да се добавят и други показатели. Представени в ретроспективен план, именно на базата на нормативното им регламентиране, най-често използваните в България през последните 10-15 години показатели за характеризиране на финансовото състояние на предприятията са:

- Показатели в изданията на НСИ. В началото на 90-те години НСИ започва публикуването на изданията “Финансово състояние на предприятията” и “Финанси на предприятията”. В тях намират място сводни баланси и отчети за приходите и разходите за предприятията от цялата страна, в т.ч. разделени на публичен и частен сектор, основни отрасли и подотрасли на промишлеността. Въз основа на посочените баланси и отчети за приходите и разходите се следят общо 9 показателя, характеризиращи три аспекта на финансовото състояние на предприятията: ликвидност (първите три показателя); финансова стабилност или независимост (следващите четири показателя) и рентабилност (последните два показателя).

- Показатели в наредби на Министерския съвет. През март 1994 г. Министерският съвет приема Наредба за системата от критерии за разработване на програми за финансово оздравяване и реструктуриране на държавните предприятия, фирми и търговски дружества<sup>177</sup>. В тази наредба показателите, характеризиращи финансовото състояние на предприятията, са разделени на четири групи: ликвидност, обращаемост на активите (стопанска активност), рентабилност и финансов риск (финансова стабилност). През месец април 2006 г. Министерският съвет прие Наредба за определяне на границите на коефициентите за рентабилност, ефективност и финансова автономност, на изискванията към представяните доказателства, особените случаи, методите и начините за определяне на коефициентите и нетния паричен поток<sup>178</sup>. Наредбата е приета във връзка с прилагането на чл. 183, ал. 9 от Данъчно-осигурителния процесуален кодекс, отнасящ се до отсрочването и разсрочването на данъчни и други публични задължения. В нея са посочени три показателя за рентабилност и по един показател за ефективност и финансова автономност, като тяхното изчисляване става по начин, сходен с този в отменения НСС 13. От практико-приложна гледна точка в настоящия момент това е единственият нормативен акт, в който са посочени показатели за анализ на финансовото състояние на предприятието и начина на тяхното изчисляване.

- Показатели, регламентирани в НСС. От средата на 90-те години се приемат национални счетоводни стандарти<sup>179</sup>, с които се регламентират основните показатели, които характеризират финансовото състояние и финансовите резултати от дейността на предприятието, както и правилата, по които те се изчисляват. Те не се прилагат във финансовите институции и от застрахователите. Показателите, които по силата на стандарта следва да се изчислят и оповестят задължително от предприятията, работещи в т.нар. материална сфера са, за: рентабилност, ефективност, ликвидност, финансова автономност и обращаемост на краткотрайните материални активи. Освен

---

<sup>177</sup> Обн., ДВ, № 23, 1994.

<sup>178</sup> (Обн., ДВ, № 35, 2006). Наредбата на практика замени действащата аналогична наредба по Данъчно-процесуалния кодекс (Обн., ДВ, № 41, 13 май 2005 г.)

<sup>179</sup> Първоначално НСС 29, а след това НСС 13 (Обн., ДВ, № 38, 1998).

това се изчисляват показатели за вземанията и за погасяване на задълженията, и за динамиката.

Сравнителен анализ на използваните показатели и връзката им с програмите за добро корпоративно управление може да се направи качествено през призмата на сравнението с използваните в международната практика показатели<sup>180</sup>. Подобен анализ дава възможност да се направят редица основни изводи:

а) В исторически план няма пълно покритие между групите показатели, които са се използвали в българската практика, но като цяло може да се обобщи, че у нас са анализирани следните аспекти на финансовото състояние на предприятието: ликвидност, рентабилност, ефективност, делова активност (обращаемост на активите), финансова стабилност (платежоспособност). Тези групи показатели бяха задължителни за изчисляване и оповестяване към ГФО на предприятията съгласно НСС.

б) В българската практика не са били регламентирани за изчисляване инвестиционните показатели/критерии, каквито са налице в международната. Същевременно обаче подобни показатели се изчисляваха в процеса на масова приватизация (когато се формираха портфейлите на приватизационните фондове), а по-късно, което е и напълно разбираемо – при инвестиционната дейност на фондовата борса. Фактът, че подобни показатели не са били изрично регламентирани у нас, се обяснява с обстоятелството, че те по принцип са приложими само при АД, в частност – при публичните дружества, които се търгуват на фондовата борса<sup>181</sup>.

в) Самото изчисляване на всички инвестиционни показатели се затруднява, поради факта че в определени случаи е необходима и информация за дивидентите, които съответното дружество ще изплати.

г) В програмите за добро корпоративно управление и отчетите за управление не се обръща достатъчно внимание на показателите, характеризиращи финансовото състояние на публичните дружества. Възприети са стандартите на ОИСР и съответните показатели, които трябва да се следят (финансов резултат, ликвидност и капиталови ресурси), но те са недостатъчни за формирането на една наистина добра корпоративна практика. По същество у нас има отстъпление по отношение на анализиранието на финансовото състояние на предприятията като цяло, в т.ч. и на публичните дружества. Одиторите също са затруднени при оценката на финансовото и имуществено състояние на публичните дружества<sup>182</sup>.

д) Възникват теоретични и практико-приложни проблеми относно: необходимостта определени групи показатели да бъдат нормативно регламентирани за изчисляване и оповестяване от ДСИЦ и въобще от публичните дружества; конкретизирането на тези показатели, процедурата по изчисляването и оповестяването им; възможността този процес в някаква степен да се “централизира” по евтин и рационален начин.

Следващите части на изложението са опит за даване на решение на тези проблеми. Застъпва се виждането, че усъвършенстването на секюритизацията в България се свежда до ефективно въвеждане на корпоративното управление в ПД и

---

<sup>180</sup> Вж. например: Рябых, Д. Наиболее распространенные финансовые показатели (<http://www.cfin.ru/finanalysis/finratios.shtml>); Савчук, Вл. Финансовый анализ деятельности предприятия (международные подходы) <http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/savchuk.shtml>.

<sup>181</sup> Вж. във връзка с това Дурин, Ст. Към въпроса за показателите за финансово-счетоводен анализ. Уеб-страница на ИДЕС, 2005. В статията се формулират “показатели за пазарна оценка”, които по същество са инвестиционните показатели, приложими при АД на фондовата борса.

<sup>182</sup> Посочената по-горе статия е провокирана именно от липсата на единни изисквания в тази насока.

най-вече до разкриване на информация, което е пряко свързано с анализа на финансовото състояние на дружествата, респективно – с определени показатели за финансово състояние в програмите за добро корпоративно управление и отчетите за управление. Това от своя страна изисква оптимизиране на измерването на финансовото състояние на ПД. Последното може да се окаже сред конкретните мерки за подобряване на капиталовия пазар у нас, а от тук – и на секюритизацията. По този начин ще се постигнат основни цели, залегнали в стратегията за развитие на капиталовия пазар: повишаване на аналитичния капацитет на борсата; разработване на нови продукти; общо популяризиране на БФБ-София. Това би създавало предпоставки за повишен инвеститорски интерес и за успешно формиране на капитала на ДСИЦ и другите емитенти на ценни книжа.

### **3.2 Доброто корпоративно управление в ДСИЦ като предпоставка за усъвършенстване на секюритизацията**

#### **3.2.1. Разкриването на информация – основна характеристика на доброто корпоративно управление**

Въпросите, свързани с повишаването на конкурентоспособността на икономиката ни, започнаха да се дискутират и превръщат в практика главно след Европейския съвет в Лисабон през пролетта на 2000 г. От 2001-2002 г. главно пред специалистите, занимаващи се с капиталовия пазар, възникна и една нова проблематика – тази за доброто корпоративно управление.

Корпоративното управление е система<sup>183</sup>, чрез която компаниите се управляват и контролират. Доброто корпоративно управление е от ключово значение за подобряване на икономическата ефективност. То играе ключова роля за подобряване на резултатите на предприятията чрез улесняване на достъпа им до капиталовите пазари, увеличаване на доверието на инвеститорите и на тяхната конкурентоспособност.

Именно при публичните дружества у нас се въведоха изисквания за разработване и прилагане на програми за международно признатите стандарти за добро корпоративно управление. Тези принципи или стандарти са свързани с: правата на акционерите; равнопоставеното третиране на акционерите; ролята на заинтересованите лица за корпоративното управление; разкриването на информация и прозрачност; отговорностите на управителните органи.

Разкриването на информация се очертава като най-важна предпоставка за доброто корпоративно управление и функционирането на капиталовия пазар (в т.ч. при ДСИЦ), доколкото то дава приоритетно информация за финансовото състояние на дружеството. Прозрачността и разкриването на информация се разбират като осигуряване на равен достъп на всички участници на пазара до редовна, навременна, надеждна и сравнима информация за публичните дружества, която дава отражение върху тяхното имуществено и финансово състояние или върху цялостната дейност на дружествата, като по този начин може да повлияе върху цената на техните ценни книжа. Практиката не само у нас показва, че доброволното оповестяване на

---

<sup>183</sup> Вж. по-подробно: Препоръка 1-2 БККУ. София, 2004; Корпоративното управление в развитие: България 2002-2004. ЦИД, София, 2004. Принципи на ОИСР за корпоративно управление, Преамбюл, 1999; Георгиев, Ил., Сп. Керемидчиев. Корпоративно управление на приватизираните предприятия. София, 1999.

информация е рядко явление, поради което този процес е нормативно регламентиран, като главната му цел е да защити интересите на миноритарните инвеститори<sup>184</sup>.

Ползата от ефективното разкриване на информация се свежда до:

а) намаляване на цената на финансовия ресурс, набран от публичните дружества чрез инвеститорите;

б) създаване на предпоставки за вземане на обосновано инвестиционно решение и нарастване на обема на инвестициите;

в) спечелване на доверието на инвеститорите и подобряване имиджа на компанията;

г) предоставяне на възможност дружествата да получат публичен рейтинг за дейността си, финансовото си състояние и подкрепата на инвеститорите;

д) минимални разходи за нейното получаване от страна на инвеститорите;

е) предотвратяване на пазарните манипулации и търговията с ценни книжа на база вътрешна информация.

Независимо от вида на разкриване на информация (първоначално, последващо или в рамките на публикуване на отчета за управление)<sup>185</sup>, нейният най-важен елемент остават годишните и тримесечните финансови отчети. Липсва леснодостъпна и унифицирана база данни за финансовото състояние на публичните дружества, базирана на тези отчети, а това би завишило инвеститорския интерес. Съгласно препоръките в БККУ фондовите борси трябва да разработят активна политика по отношение на текущото разкриване на информация. Решение на въпроса би било създаването на единен електронен портал, даващ на участниците в пазара достъп до официално публикуваната информация.

Доброто корпоративно управление е немислимо, без да се познава финансовото състояние на предприятието и без да се разполага с надеждна финансова информация, която да служи в управлението на финансите, в частност – при формирането и инвестирането на капитала на ДСИЦ например. Именно затова се отделя толкова голямо значение на разкриването на информацията. Въз основа на всичко това може да се направи изводът, че между редица термини, използвани в изследването, които безспорно се отнасят до определени факти, обстоятелства и проблеми, може да се търси пряка или косвена връзка. Една по-обща взаимовръзка между тези понятия е представена на фиг. 25. Тя дава представа за систематичното място на подобряването на разкриването на информация за финансовото състояние на ДСИЦ (и всички публичните дружества), чрез което може да се реши основният проблем, посочен на фиг. 24, и да се усъвършенства секюритизацията на недвижима

<sup>184</sup> Вж. по-подробно препоръките в БККУ, посветени на прозрачността и разкриването на информация, както и Корпоративното управление в развитие: България 2002-2004. ЦИД, София, 2004, с. 59-71.

<sup>185</sup> Отскоро у нас беше въведено изискване за последващо разкриване от емитента на информация, като се уведомява КФН и регулираният пазар, на който се търгуват неговите ценни книжа, за важната информация, влияеща върху цената на ценните книжа и за настъпването на други обстоятелства, подлежащи на вписване във водения от комисията регистър. Под “важна информация” се разбира всяка информация, свързана с дейността на емитента, която не е публично оповестена, ако публичното ѝ оповестяване би могло да окаже значимо влияние върху цената на ценните книжа на емитента, по която те се търгуват на регулиран пазар, поради нейния ефект върху правата, задълженията, финансовото състояние или общо върху дейността на емитента. В специално приложение към наредбата, с която е въведено разкриването на информация, са изброени обстоятелствата, които се считат за важна информация, влияеща върху цената на ценните книжа. Изброени са общо в 31 точки, сред които: обявяване на печалбата на дружеството; съществени загуби и причини за тях; непредвидимо или непредвидено обстоятелство от извънреден характер, вследствие на което дружеството или негово дъщерно дружество е претърпяло щети, възлизащи на три или повече процента от нетните активи на дружеството; ликвидни проблеми и мерки за финансово подпомагане.

собственост в България. Подобряването на разкриването на информация се свързва с оптимизирането на измерването на финансовото състояние по отношение на:

а) Процедурата (технологията) на измерване и оповестяване. В тази връзка се предвижда да се ползват компютърни и интернет технологии, създаване на единна база данни, специфичен ред за изчисляване и оповестяване на информацията. Може да се добави, че КФН изгражда и поддържа автоматизирана информационна система за преглед и разпространяване по електронен път на съдържащата се в регистрите информация. Стандартите, процедурите и правилата за организация и функциониране на автоматизираната информационна система, се определят от КФН<sup>186</sup>.

б) Методиката на измерване. Свързана е с избор на конкретни показатели за финансово състояние, които да бъдат елемент на програмите за добро корпоративно управление и на отчетите за управление, както и на специфичен обобщаващ показател за финансово състояние, базиран на многомерен подход за анализ<sup>187</sup>.

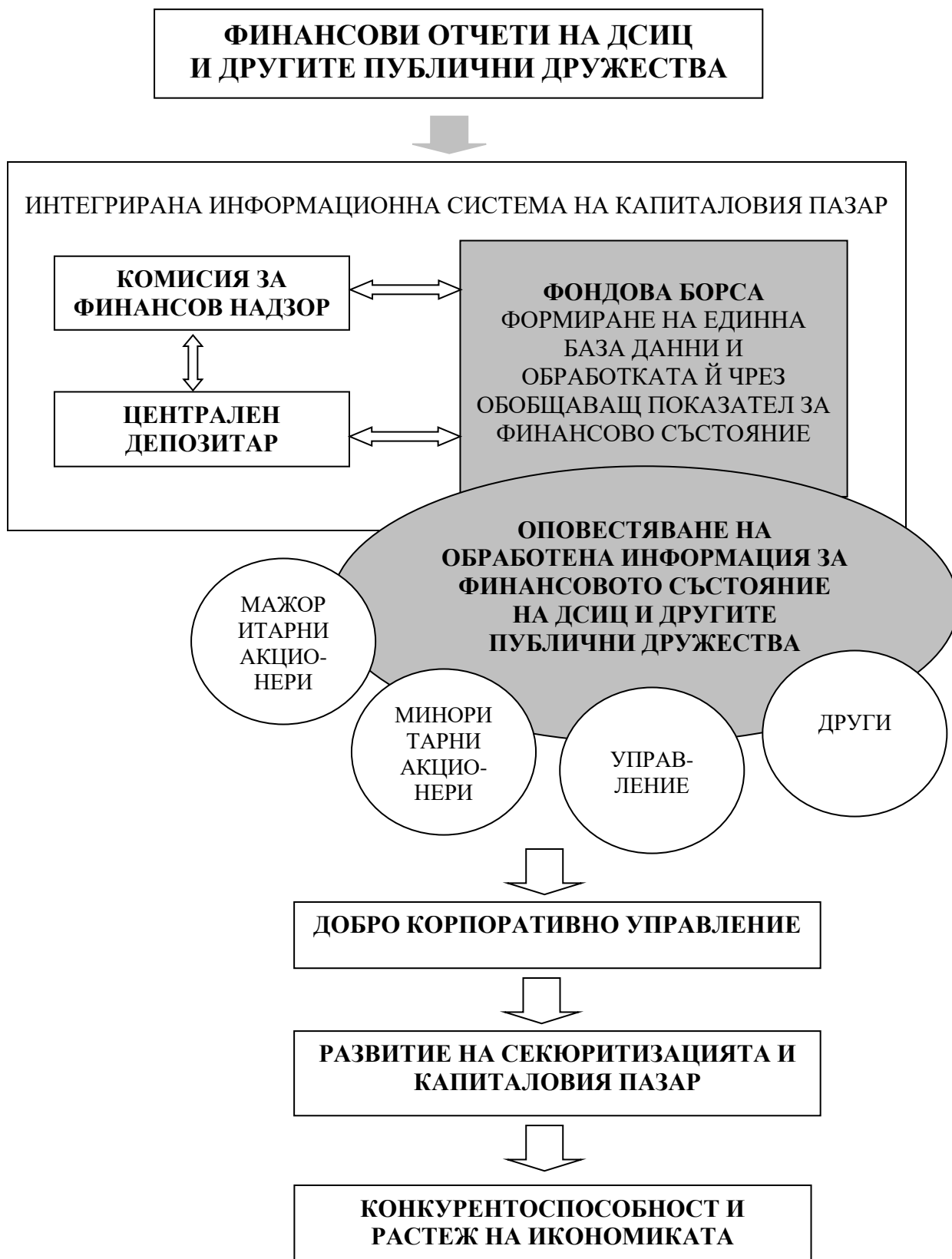
в) Нормативното регламентиране. Следва да се допълнят или приемат определени нормативни актове<sup>188</sup>.

---

<sup>186</sup> Наредбата за водене на регистрите в настоящия си вид действа от 01.10.2004 г. и цялостното внедряването на тази автоматизирана система предстои.

<sup>187</sup> Вж. следващата т. 3.2.2.

<sup>188</sup> Вж. т. 3.3.2.



**Фиг. 25. Систематично място на подобряването на разкриване на информация за ДСИЦ и всички публични дружества, с оглед усъвършенстването на секюритизацията в България.**

Източник: Фигурата е разработена от автора.

### 3.2.2. Оптимизиране измерването на финансовото състояние на ДСИЦ чрез обобщаващ показател<sup>189</sup>

#### 3.2.2.1. Същност на обобщаващите показатели за измерване на ФСП

През 80-те години в българската икономическа литература се наложи становището за измерване на равнището на икономическо развитие на териториалните единици с помощта на обобщаващи показатели<sup>190</sup>. Те на практика са приложение на многомерния метод или подход за анализ.. Тези показатели могат успешно да се използват и при измерване, сравняване и анализиране на финансовото състояние на предприятията, при това при множество стопански единици. Такъв опит вече е направен от екипа на СФБ “Капиталов пазар” - АД и Борсова информационна компания Капиталов пазар - ЕООД<sup>191</sup>, както и от екип “Икономика 2000”, включващ специалисти от БАН. Конкретен повод за прилагане на тези показатели беше необходимостта от анализ на финансовото състояние и ранжиране на предприятията от масовата приватизация, за да се даде информация на индивидуалните инвеститори и на приватизационните фондове за най-атрактивните дружества. Изследванията протекоха паралелно, като резултатите бяха почти едни и същи.

Под обобщаващ показател се разбира показател, който отразява в себе си съвкупното действие на група показатели. Целта е при изследването на предприятията, например 10 или 1050 по 10 или 50 показатели, като краен резултат да се получи ранжиране на изследваните предприятия обективно по степента на тяхното финансово състояние. Всичко това се постига с помощта на разгледания по-долу статистико-математически апарат<sup>192</sup>.

Финансовото състояние на предприятията се изследва с помощта на система от показатели  $X_1, X_2, \dots, X_n$ , които образуват множеството  $J$ .  $M^{T^e}$  предприятия, които се изследват се представят като точки  $P_1, P_r, \dots, P_m$  в  $n$ -мерното пространство, осите на което са променливите  $X_1, X_2, \dots, X_n$ . По такъв начин показателите за  $r^{TO}$  предприятие представляват координати на точката  $P_r = (X_{r1}, X_{r2}, \dots, X_{rn})$ .

Координатите на разглежданите точки  $P_1, \dots, P_r, \dots, P_n$  образуват матрицата:

---

<sup>189</sup> Разгледаните в т. 3.1.3.3 показатели са едномерни и характеризират отделни аспекти от дейността на едно предприятие. Освен тях съществуват и показатели, изчислявани на базата на т.нар. многомерен подход, които дават комплексна оценка за финансовото състояние на едно или група предприятия – обобщаващи показатели.

<sup>190</sup> Вж. например: Проблеми на моделиране и измерване на икономическите процеси в НР България, София: БАН, 1981; Янкова, Н., Ел. Тутова, Б. Деливерски. Измерване равнището на развитие на селищните системи с помощта на обобщаващи показатели. //Икономическа мисъл, № 6, 1984.

<sup>191</sup> Вж. резултатите от изследването в сп. Капиталов пазар, № 7-8, 1996 г.

<sup>192</sup> Вж. по тези въпроси по-подр. Проблеми на моделиране и измерване на икономическите процеси в НР България. София: БАН, 1981, с. 215-219. Възможно е изчисляването на различни обобщаващи (обобщени) показатели:  $I$ -разстояние,  $d_j, d_1^*$ .

$$X = \begin{vmatrix} X_{11} & \dots & X_{1j} & \dots & X_{1n} \\ X_{i1} & \dots & X_{ij} & \dots & X_{in} \\ X_{m1} & \dots & X_{mj} & \dots & X_{mn} \end{vmatrix}$$

При изчисляване на обобщаващия показател  $d_j$  за измерване на ФСП<sup>193</sup>, елементите на матрицата предварително се стандартизират, чрез което се избягва действието на мерните единици:

$$\overline{X_{ij}} = \frac{(X_{ij} - \overline{X_j})}{s_j} \quad (3.1)$$

където

$$\overline{X_j} = \frac{\sum_{i=1}^m X_{ij}}{m} \quad (3.2)$$

$$s_j = \left[ \frac{1}{m} \sum_{i=1}^m (X_{ij} - \overline{X_j})^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad (3.3)$$

За да се изчисли  $d_j$  предварително се построява абстрактна точка  $P_0 = (X_{01}, X_{02}, \dots, X_{0n})$ , където

$$X_{0j} = \max_i \overline{X_{ij}}, \quad \text{ако } j \in J_1$$

$$X_{0j} = \min_i \overline{X_{ij}}, \quad \text{ако } j \in J_2$$

Тук  $J_1$  е подмножество на  $J$ , обединяващо показателите, стимулиращи икономическото развитие на предприятието, а  $J_2$  е подмножество на  $J$ , обединяващо показателите, задържащи икономическото развитие на предприятието (например повишаването на себестойността на продукцията, замърсяването на околната среда и други).

Обобщаващият показател  $d_j$  за ФСП се получава с помощта на абстрактната точка  $P_0$  по следната формула:

$$d_i = \frac{C_{i0}}{C_0} \quad (3.4)$$

където

$C_{i0}$  е разстоянието от  $P_i$  до  $P_0$  и се получава по формулата:

<sup>193</sup> Този показател е използван в практическите изследвания в т. 3.2.2.2.

$$C_{i0} = \left[ \sum_{j=1}^n (X_{0j} - \overline{X_{ij}})^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad (3.5)$$

Величините  $C_0$  се определят от:

$$C_0 = \overline{C_0} + t S_0 \quad (3.6)$$

където

$$\overline{C_0} = \frac{1}{m} \sum_{i=1}^m C_{i0} \quad (3.7)$$

$$S_0 = \left[ \frac{1}{m} \sum_{i=1}^m (C_{j0} - \overline{C_0})^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad (3.8)$$

$t$  - коефициент, който се взема от разпределението на Стюdent при съответните степени на свобода и равнище на значимост.

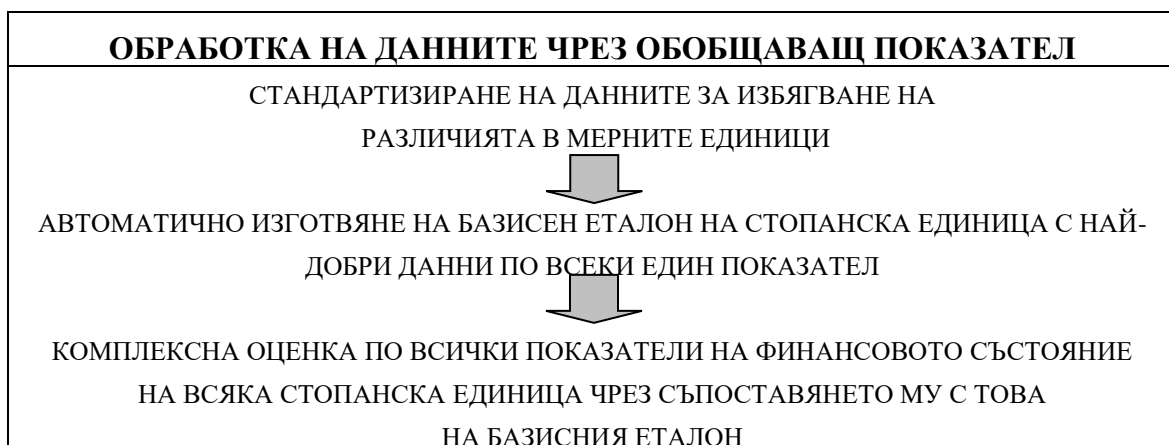
При така определения показател  $d_j$  колкото разстоянието между  $P_j$  и  $P_0$  е по-малко, толкова равнището на развитие е по високо и обратно.  $d_j$  е положителна величина, най-често по малка от единица, като за силно изоставащи в своето развитие предприятия може да приеме и стойности по-големи от единица<sup>194</sup>. Показателят  $d_j$  предполага използването на система от показатели с еднакви тегла, които предварително не е необходимо да бъдат ранжирани.

Предимствата на ОП са графично представени на фиг. 26, описваща процеса на измерване на финансовото състояние чрез обобщаващ показател  $d_j$ . Входящите данни са представени като матрица от общо 48 данни, отнасящи се за 8 стопански единици, като за всяка стопанска единица са посочени 6 условни показателя на финансово състояние. Тези данни се обработват от ОП и на неговия изход се получават само 8 показателя – по един за всяка стопанска единица. Те обаче отразяват цялостното финансово състояние на съответното предприятие. Когато в матрицата се включат и съответни еталони (например международни, национални, конкуренти или специално подбрани предприятия, нормативно регламентирани стойности на показатели и т.н.), анализираните предприятия могат лесно да бъдат разпределени в различни групи по степен на финансово състояние. В случай че подобни еталони не се включат в матрицата за ОП, на нейния изход се получава само ранжиране на изследваните стопански единици по комплексна оценка на ФСП. Информационната значимост на подобна ранжировка е много по-малка, в сравнение с въвеждането на еталони.

<sup>194</sup> В рамките на това изследване също има подобен случай. Вж. Данните за “Колос-1” АДСИЦ в табл. 33.

<b>ВХОДЯЩИ ДАННИ, НЕОБХОДИМИ ЗА ИЗМЕРВАНЕ НА ФИНАНСОВОТО СЪСТОЯНИЕ ЧРЕЗ ОБОБЩАВАЩ ПОКАЗАТЕЛ</b>						
Показатели Стопански единици	Показател № 1	Показател № 2	Показател № 3	Показател № 4	Показател № 5	Показател № 6
Дружество 1						
Дружество 2						
Дружество 3						
Дружество 4						
Дружество 5						
Дружество 6						
Межд. Еталон						
Нац. Еталон						

**МАТРИЦА ОТ ДАННИ**  
**ОБЩО**  
**8 x 6 = 48 данни**



<b>ИЗХОДЯЩИ ДАННИ, РЕЗУЛТАТ НА ИЗМЕРВАНЕТО НА ФИНАНСОВОТО СЪСТОЯНИЕ ЧРЕЗ ОБОБЩАВАЩ ПОКАЗАТЕЛ</b>		
РАНГ	САМО ЕДИН ОБОБЩАВАЩ ПОКАЗАТЕЛ ЗА ФИНАНСОВО СЪСТОЯНИЕ НА ВСЯКА СТОПАНСКА ЕДИНИЦА – 8 ДАННИ	
1	Дружество 4 – конкретни данни на ОП	Дружества с <b>МНОГО ДОБРО</b> финансово състояние, заслужаващи доверието на инвеститорите, кредиторите и др. лица
2	Дружество 2 – конкретни данни на ОП	
3	<b>Межд. еталон</b> – конкретни данни на ОП	
4	Дружество 6 – конкретни данни на ОП	Дружества с <b>ДОБРО</b> финансово състояние, към които следва да се подходи внимателно
5	<b>Нац. еталон</b> – конкретни данни на ОП	
6	Дружество 1 – конкретни данни на ОП	Дружества с <b>НЕЗАДОВОЛИТЕЛНО</b> финансово състояние, с риск за инвестиране и необходимост от финансово оздравяване
7	Дружество 5 – конкретни данни на ОП	
8	Дружество 3 – конкретни данни на ОП	

**Фиг. 26. Описание на процеса на измерване на финансовото състояние чрез обобщаващ показател.**

Източник: Фигурата е разработена от автора.

Именно при ДСИЦ и останалите публични дружества е налице необходимост от прилагане на обобщаващите показатели за измерване на финансовото състояние. Тя се обуславя от факта, че при тези дружества участниците и потребителите на анализа на финансовото състояние се характеризират с определени особености:

а) Участниците в извършването на анализа обикновено са специализирани организации – инвестиционни посредници, рейтингови агенции, консултантски компании, към които инвеститорите могат да се обърнат. Разбира се подобен анализ може да се извърши и от самите инвеститори и това става, когато те са институционални или професионални инвеститори. Анализът, който тези лица извършват на едно дружество, може да бъде както външен (по-общ), така и вътрешен и детайлен.

б) Потребителите на анализа са разнородни. Например КФН и фондовата борса могат да бъдат потребители на информацията и анализите за финансовото състояние на дружествата главно за статистически цели и за да спазват изискванията за оповестяване на тази информация по съответния ред. Същевременно следва да се посочи, че основните потребители тук са множеството (у нас има 1.6 млн. притежатели на корпоративни ценни книжа) индивидуални непрофесионални инвеститори. Те се нуждаят от разбираема информация за дружествата и по правило формират своя избор на базата на външен анализ на дружествата. По правило за типа непрофесионални инвеститори вътрешният, обстоен финансов анализ е неразбираем.

Както беше посочено, доброто корпоративно управление има за основна цел да защити интересите на масовия инвеститор (спестител). За постигането на тази цел ДСИЦ и останалите емитенти разкриват информация, която трябва да бъде представена на многобройните потребители по разбираем начин. В този смисъл оптимизирането на измерването на финансовото състояние на емитентите е в пряка връзка с ефективното въвеждане на практиките на добро корпоративно управление и би способствало за ограничаване на основния проблем пред секюритизацията – заплахата ДСИЦ да не акумулират достатъчно капитали.

### **3.2.2.2. Финансово състояние на дружествата от SOFIX и на ДСИЦ, измерено чрез обобщаващ показател.**

На базата на посоченото досега, интерес представлява финансовото състояние на публичните дружества, измерено чрез обобщаващ показател. От значение е също връзката между измереното по този начин финансово състояние и цените на акциите на ПД на фондовата борса. Наличието на значима корелационна зависимост би било доказателство за това, че обобщаващият показател работи, т.е., че той е приложим в практиката и може да служи на инвеститорите при формиране на инвестиционните им решения.

При недостатъчно развит пазар на ценни книжа, подобен на българския, най-удачният избор при подобно сравнение е то да се направи с дружествата, включени в съответния индекс на фондовата борса (вж. табл. 26)<sup>195</sup>.

---

<sup>195</sup> В изследването се използва SOFIX, а не BG40. Към края на 2005 г. SOFIX включва 12 дружества, а за целите на дисертационния труд са подбрани 10 - без "ТБ Централна кооперативна банка" АД и "ДЗИ" АД (обект на изследването са предприятията от реалния сектор на икономиката). Данните за цените на акциите на дружествата са с източник econ.bg, а за ГФО, на чиято база са изчислени показателите, БФБ-София.

## Избрани дружества, формиращи индекса SOFIX

№	Дружество	Борсов код
1	“Слънчев бряг” АД	SLB
2	“Албена” АД	ALB
3	“Благоевград-БТ” АД	BLABT
4	“Булгартабак Холдинг” АД	BTH
5	“Златни пясъци” АД	ZLP
6	“Петрол” АД	PET
7	“Софарма” АД	SFARM
8	“Биовет” АД	BIOV
9	“Неохим” АД	NEOH
10	“Оргахим” АД	ORGH

Източник: Таблицата е съставена от автора.

Сравнението може да покаже наличието на възможност индивидуалният непрофесионален инвеститор да направи удачен подбор на дружество(а), базиран на ОП. За целите на сравнението са съставени следващите таблици и фигури с входящи и резултативни данни, като сред тях са включени в качеството им на еталони средните данни за SOFIX и предприятията от FT-SE 100<sup>196</sup>:

а) Табл. 27 и 28 включват данни за избрани финансови показатели на дружествата, формиращи SOFIX, които са включени в матрицата на ОП. Включените в изследването показатели са<sup>197</sup>:

- коефициент на обща ликвидност – Кол;
- рентабилност на основния капитал –Рок;
- рентабилност на продажбите – Рпр;
- ефективност на разходите – Ер;
- финансова автономност – Фа;
- покритие на дълготрайните активи с постоянен капитал – ПК/ДА.

Изчисляването на първите 5 показатели е направено при спазване на изискванията на действащия доскоро НСС 13, като при рентабилността на основния капитал е използван подходът за изчисляване на рентабилност на собствения капитал. Покритието на дълготрайните активи с постоянен капитал е отношение между сумата на собствения капитал и дългосрочните пасиви и дълготрайните активи.

<sup>196</sup> Средните данни за SOFIX са получени чрез съставяне на условна стопанска единица на базата на консолидиран ГФО, чиито елементи са ГФО на дружествата от SOFIX. Този подход е приложен и при предприятията от FT-SE 100 (източник на данните: Уолш. С. Ключови управленски коефициенти. Бургас, 1995).

<sup>197</sup> Съкращенията се използват в таблиците с финансови данни.

Изборът на показателите е прагматичен, като се цели да бъдат обхванати показатели, характеризиращи важни аспекти от дейността на дружествата. По същество това са показатели, регламентирани доскоро с НСС 13<sup>198</sup>.

б) Данните от таблиците са обработени чрез обобщаващия показател  $d_j$ , като на изхода се получават еднозначни числови стойности за степента на финансовото състояние на стопанските единици, включени в измерването. Фиг. 27 и 28 дават представа за финансовото състояние на дружествата, измерено чрез ОП, като те са подредени от предприятието с най-добро финансово състояние (“Булгартабак Холдинг” АД) до това с най-неблагоприятно финансово състояние според това изследване – “Петрол” АД през 2004 г. и “Слънчев бряг” АД – през 2005 г.;

в) В табл. 29 са представени данни за стойностите и ранговете на ОП и цените на акциите на дружествата към определен период.

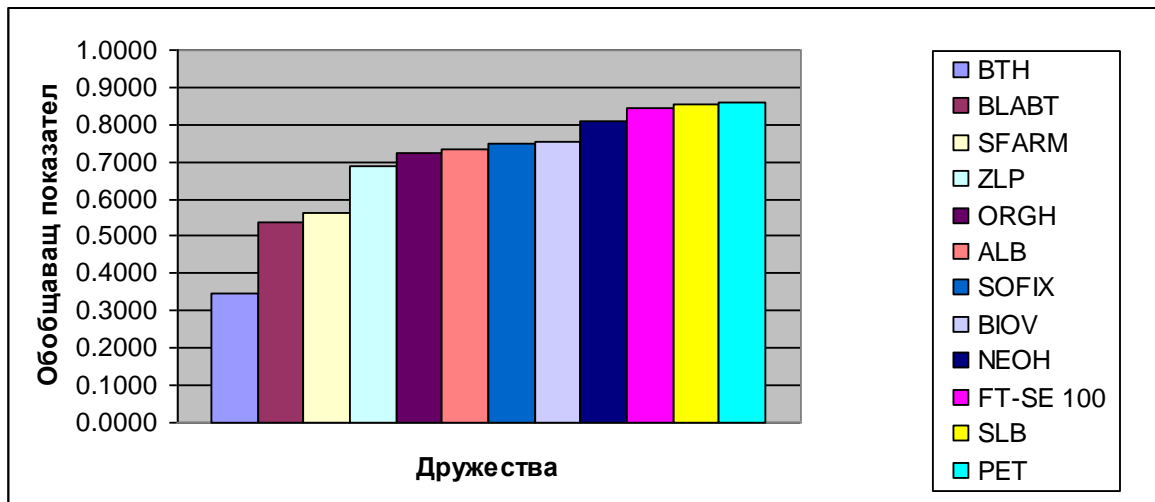
Таблица 27

**Избрани финансови данни към 31.12.2004 г. за дружествата,  
формиращи индекса SOFIX**

№	Дружество	Кол (коэф.)	Рок (%)	Рпр (%)	Ер (коэф.)	Фа (коэф.)	ПК/ДА (коэф.)
1	ALB	0.24	3.52	19.97	1.29	2.11	0.91
2	BIOV	4.60	0.09	1.23	1.01	2.29	1.51
3	BLABT	2.43	9.29	12.34	1.18	2.70	1.67
4	BTH	6.84	0.87	19.59	1.18	7.45	2.90
5	NEOH	2.09	1.41	2.49	1.03	1.33	1.32
6	ORGH	1.95	8.79	7.74	1.07	0.41	1.54
7	PET	1.34	0.14	3.20	1.04	1.31	1.09
8	SFARM	4.07	0.34	20.03	1.31	2.40	1.67
9	SLB	0.57	0.10	1.01	1.01	4.78	0.93
10	ZLP	2.24	0.38	12.39	1.15	3.42	1.10
11	SOFIX	2.00	0.46	7.97	1.10	2.09	1.22
12	FT-SE 100	1.26	0.84	7.88	1.13	0.86	0.79

Източник: ГФО на дружествата и собствени изчисления на автора.

<sup>198</sup> Задълбоченото изучаване на формирането на ОП и показателите, които трябва да бъдат включени в него е обект на допълнителни изследвания на автора, които продължават, но остават извън обхвата на това изследване.



**Фиг. 27. Финансово състояние към 31.12.2004 г. на дружествата от SOFIX, измерено чрез ОП.**

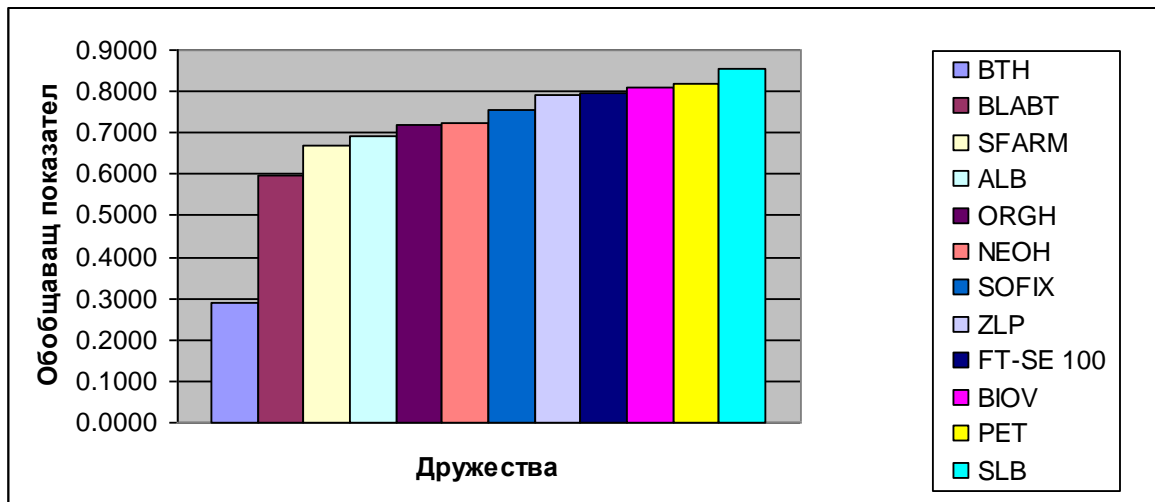
Източник: ГФО на дружествата и собствени изчисления на автора.

*Таблица 28*

**Избрани финансови данни към 31.12.2005 г. за дружествата, формиращи индекса SOFIX**

№	Дружество	Кол (коеф.)	Рок (%)	Рпр (%)	Ер (коеф.)	Фа (коеф.)	ПК/ДА (коеф.)
1	ALB	0.71	4.15	21.32	1.30	2.35	0.97
2	BIOV	2.43	0.23	2.48	1.03	0.63	1.15
3	BLABT	2.67	13.28	16.01	1.22	2.75	1.84
4	BTH	21.12	1.90	46.36	1.53	22.16	3.61
5	NEOH	2.22	4.74	6.80	1.09	1.71	1.38
6	ORGH	2.01	6.73	4.60	1.05	0.45	1.72
7	PET	1.48	0.10	1.92	1.02	1.41	1.12
8	SFARM	2.55	0.52	24.44	1.37	1.45	1.58
9	SLB	0.74	-0.58	-7.60	0.94	6.14	0.96
10	ZLP	1.36	0.17	5.34	1.06	2.95	1.07
11	SOFIX	2.08	0.63	9.33	1.12	1.87	1.25
12	FT-SE 100	1.26	0.84	7.88	1.13	0.86	0.79

Източник: ГФО на дружествата и собствени изчисления на автора.



**Фиг. 28. Финансово състояние към 31.12.2005 г. на дружествата от SOFIX, измерено чрез ОП.**

Източник: ГФО на дружествата и собствени изчисления на автора.

*Таблица 29*

**ОП, цени на акциите и съответни рангове на дружествата, формиращи индекса SOFIX**

Дружество	ОП 2005		Номинал на акция (лв.)	декември 2005	
	ОП	Ранг		Цена на акция (лв.)	Ранг
BTH	0.2873	1	1	27.40	5
BLABT	0.5979	2	1	90.61	1
SFARM	0.6690	3	1	7.48	9
ALB	0.6921	4	1	77.21	2
ORGH	0.7209	5	1	67.67	3
NEOH	0.7244	6	1	31.86	4
ZLP	0.7909	7	1	16.18	7
BIOV	0.8088	8	1	13.63	8
PET	0.8168	9	1	3.68	10
SLB	0.8565	10	1	17.86	6

Източник: Интернет страница на БФБ-София и собствени изчисления на автора.

Коефициентът на корелация между ранговете на стопанските единици е 0.503003.

Представените данни позволяват да се изведат важни заключения. Последната таблица показва сравнително висока корелация между ранговете на дружествата, получени чрез ОП и като цени на фондовата борса. На базата на всички посочени данни могат да се направят няколко значими извода:

а) ОП “работи” и е практикоприложим. Данните показват, че ако определен инвеститор следва да подбере 8-те най-атраaktivни от посочените 10 дружества, той

може да базира избора си на изследване, базирано на ОП за финансово състояние и на практика няма да допусне грешка<sup>199</sup>.

б) Измерването на финансовото състояние на предприятията чрез ОП дава възможност да се вземат надеждни инвестиционни решения от различен кръг инвеститори. Той би бил изключително полезен, когато става въпрос за инвестиционен избор между повече дружества – 50, 100 и т.н.

в) По-голяма корелационна зависимост е налице, малко след като ГФО са били публикувани и направени достояние на инвеститорите<sup>200</sup>. Това е още едно доказателство, че подобен модел за изследване на финансовото състояние може да се превърне в надеждно средство за правилно управленско решение. Предпоставка за по-качествено решение е, изчисляването на ОП да се базира на възможно най-актуални данни за предприятията.

Независимо от непълнотата на финансовите данни е направен опит финансовото състояние на ДСИЦ също да се анализира чрез обобщаващ показател<sup>201</sup>. В предварителен порядък може да се посочи, че малкият брой предприятия тук, както и сравнително малкият брой показатели с техните конкретни стойности, дават възможност да се направи предположението, че най-добро би следвало да бъде финансовото състояние на ERGC и TBIRE. Данните, посочени в табл. 30, са обработени чрез обобщаващия показател  $d_i$  и резултатите са представени графично на фиг. 29. В табл. 31 са представени данни за стойностите и ранговете на ОП и цените на акциите на дружествата към определен период.

Таблица 30

Избрани финансови данни към 31.12.2005 г. за ДСИЦ

(коеф.)

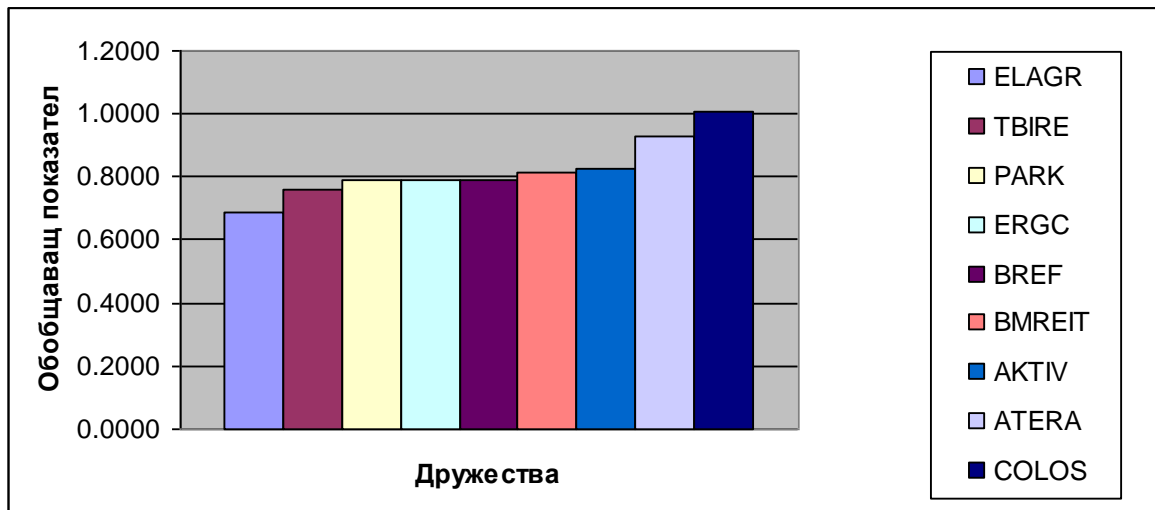
№	Дружество	Кол	Рок	Рпр	Ер	Фа	ПК/ДА
1	BREF	177.31	0.0203	0.0198	1.9457	205.60	7.02
2	AKTIV	1.73	0.0462	0.0234	1.2206	1.13	1.01
3	BMREIT	3.28	0.0633	0.0560	1.2729	15.31	1.17
4	COLOS	11.48	-0.1327	-0.1649	<b>0.0125</b>	10.55	147.67
5	ELAGR	4937.50	-0.0230	-0.0193	0.0043	5956.50	5.84
6	TBIRE	74.22	0.0827	0.0550	3.1879	75.27	2.76
7	ERGC	1.21	0.1730	0.0403	1.3612	0.55	1.02
8	ATERA	23.54	-0.0309	-0.0289	0.0978	33.34	3.09
9	PARK	2.10	0.0462	0.0386	2.5556	7.10	1.18

Източник: ГФО на дружествата и собствени изчисления на автора.

<sup>199</sup> ОП избира например “Софарма” АД вместо “Слънчев бряг” АД (класирано на 6 място по цена на акциите си). Последното дружество обаче отчита загуба за 2005 г. и в този смисъл ранжирането по ОП е много по-надеждно.

<sup>200</sup> Авторът е извършил отделни изследвания в тази връзка.

<sup>201</sup> За целта за COLOS са въведени условни приходи от 1000 лв. – в противен случай ефективността на разходите (посочена с Bold) не би могла да се изчисли.



**Фиг. 29. Финансово състояние на ДСИЦ към 31.12.2005 г., измерено чрез ОП на дружествата.**

Източник: ГФО на дружествата и собствени изчисления на автора.

*Таблица 31*

**ОП, цени на акциите<sup>202</sup> и съответни рангове на ДСИЦ**

Дружество	ОП 2005		Номинал на акция (лв.)	декември 2005	
	ОП	Ранг		Цена на акция (лв.)	Ранг
ELAGR	0.6904	1	1	1.37	5
TBIRE	0.7611	2	1	1.50	4
PARK	0.7897	3	1	1.25*	8
ERGC	0.7907	4	1	2.90	1
BREF	0.7915	5	1	1.30	6
BMREIT	0.8140	6	1	1.62	2
AKTIV	0.8267	7	1	1.55*	3
ATERA	0.9302	8	1	1.30	7
COLOS	1.0092	9	1000	1000*	9

Източник: Интернет страница на БФБ-София, Econ.bg и собствени изчисления на автора.

Вижда се, че противно на очаквания ERGC и TBIRE са изпреварени по комплексна оценка на финансовото им състояние, оценено чрез ОП от ELAGR. Основната причина за това са високите стойности на коефициентите на обща ликвидност и финансова автономност на ELAGR. Това на свой ред обаче повдига въпроса за методическата издържаност на обобщаващия показател, и по-точно – за елиминиране на влиянието на такива нестандартните значения на определени показатели (в случая 4937.50 – обща ликвидност и 5956.50 – финансова автономност). Подобни стойности на показателите се дължат на факта, че определени дружества са набрали значителен капитал (парични средства), който към края на 2005 г. (или съответен отчетен период) не е инвестиран в недвижима собственост. Това

<sup>202</sup> В случаите, обозначени с \* поради липса на сделки през декември 2005 г. данните са или от последните котировки на дружеството през 2005 г., или от началото на 2006 г.

предопределя в конкретния случай коефициент на корелация между ранговете на ОП и цените на акциите от 0.26667.

Коефициентът на корелация ще бъде по-висок, ако ELAGR инвестира капитала си в недвижима собственост, защото това автоматично ще намали стойностите на показателите за обща ликвидност и финансова автономност, но няма да доведе веднага до повишаване на показателите за рентабилност. Като резултат ELAGR няма да има толкова добро финансово състояние, оценено чрез ОП, респективно – рангът му ще бъде по-нисък. Поради това, вторият основен извод, който може да се направи тук, е, че като цяло ОП работи удачно при комплексното измерване на финансовото състояние, дори когато става въпрос за дружества с финансова история от 6 месеца, в т.ч. – при нововъзникващите ДСИЦ. Следователно и при ДСИЦ ОП показва възможностите си да препоръча печелившо инвестиционно решение.

### **3.2.2.3. Връзка на обобщаващите показатели с въвеждането на рейтингови системи в България.**

В този момент в България има редица дружества, занимаващи се с комплексни финансови анализи или с изготвяне на т.нар. “рейтинги” на компаниите<sup>203</sup>. Проблематиката, свързана с изготвянето на рейтинги на предприятията, става все по-актуална<sup>204</sup> и има отношение към настоящото изследване.

Някои от фундаменталните въпроси, свързани с рейтингите на предприятията, са<sup>205</sup>:

а) По своята същност рейтингът е резултат от класификация на различни видове рискове, свързани с дейността на определен стопански субект, групирани в скала и изчислени на основата на задълбочен анализ и правилна съпоставка между факторите, предопределящи бъдещото развитие на този субект в качеството му на потенциален или реален длъжник.

б) Основните компоненти на методиката при присъждане на рейтинг се базират на: 1) анализ на резултатите, постигнати от конкретния стопански субект; 2) сравнение между тези показатели и показателите, характерни за определена категория предприятия; 3) отчитане на мнението на експертите за перспективите за развитие на определената индустрия и ролята на конкретната стопанска единица в тази индустрия.

---

<sup>203</sup> Едни от първите компании в тази сфера (от началото на 90-те) са СФБ “Капиталов пазар” АД и Бурсова информационна компания “Капиталов пазар” ЕООД, които поддържат информационна система за българските предприятия (BEIS) и предоставят на местните и чуждестранните инвеститори над 13 000 стандартизирани профила на български предприятия. Осигурен е директен достъп до данните в реално време чрез интернет, в т.ч. - чрез уеб страницата на БФБ-София (вж. СФБ ИнфоСистем). Българската агенция за кредитен рейтинг (БАКР) е изцяло частна компания, учредена като акционерно дружество през 2002 г. Официалното стартиране на дейността на БАКР започна на 23.04.2003 г. Основната дейност на БАКР е в областта на изготвяне на анализ за кредитоспособността и определяне на кредитен рейтинг на български фирми и институции. БАКР работи в тясно сътрудничество с Българската търговско-промишлена палата (БТПП). Друга подобна организация е Българската рейтингова агенция (БРА). ССКО е българска консултантска фирма, осигуряваща пълен комплект от финансови консултантски услуги. Фирмата е основана през 1997 г., за да посрещне нарастващото търсене на анализ на публично търгуваните предприятия.

<sup>204</sup> В средата на юни 2003 г. редакцията на списание “Банки Инвестиции Пари” беше домакин на кръгла маса, посветена на темата “Рейтинги и рейтингови агенции”. В обсъждането участваха представители на научните среди и практики-финансисти.

<sup>205</sup> Ползвано е становище, публикувано в интернет страницата на Българската рейтингова агенция.

Критериите трябва да са адаптирани към българската икономика, а експертното мнение следва да е на български рейтингов комитет.

в) Наличието на рейтинг създава общодостъпна информационна среда за оценка на финансовия риск и управлението му, подобрява взаимодействието между финансовите институции и частните предприемачи, подкрепя реалния сектор на икономиката. Рейтинговите агенции трябва да са изградени на основата на принципа на независимост между оперативната дейност и дейността по присъждане на рейтинг.

Разгледаните в тази и в предходната точка въпроси дават възможност да се направят редица изводи<sup>206</sup>:

а) По проблематиката, свързана с въвеждането на рейтингови системи, няма и едва ли може да има единно становище сред специалистите от теорията и от практиката. Безспорно тя представлява интерес за много хора, но прави впечатление, че не е обект на вниманието на специализираните държавни институции – министерства, НСИ, КФН<sup>207</sup>. Лицата, проявяващи интерес към изграждането на рейтингови агенции, са по същество от частния сектор, а самите агенции се очертават като със стопанска цел, т.е. ориентирани към максимално извличане на печалбата.

б) Рейтинговите системи безспорно са свързани с изследване на различни области от дейността на ДСИЦ и всички публични дружества. Именно тези дружества са “огледалото” на една икономика и към тях би трябвало да се насочат повече анализи и конкретни действия главно в специализираните държавни институции.

в) Изготвянето на рейтинги е свързано с измерване, анализ и оценка на финансовото състояние на едно предприятие.

г) Не съществуват проблеми българските предприятия да получават рейтинги от международно признатите рейтингови агенции. У нас обаче е за предпочитане да се изградят български агенции<sup>208</sup>. В подкрепа на това могат да се приведат редица доводи: спецификата на българската икономика (дори като мащаби); липсата на подчертан интерес от утвърдили се агенции и т.н. Българската икономика е все още в процес на изграждане и присъединяване към европейката. В този смисъл директното пренасяне на чужд опит едва ли е най-удачното, защото са налице разлики от чисто обективен характер.

д) Във връзка с предходното следва да се подчертае, че изграждането на една глобална рейтингова агенция е свързано с трудности от различен характер. В този смисъл изглежда логично рейтинги да се направят по определен ред – най-напред на публичните дружества. Специалистите посочват един основен проблем при изграждането на рейтинговите агенции – достъпът до информация, но измежду

---

<sup>206</sup> Следва да се подчертае, че изследването няма за обект критичния анализ на представените по метода на популяризацията по-горе становища и емпирични данни. Безспорен е фактът, че е необходимо да се отдаде заслуженото на усилията, които се полагат, с оглед да се създадат условия за въвеждане на рейтингови системи у нас с цел развитието на икономиката ни. Вж. и Дерменджиева, З. Необходима ли е рейтингова агенция в България, сп. “Банки, инвестиции, пари”, 9/2002.

<sup>207</sup> На 29 март 2006 г. КФН прие решение за определяне на международно признати агенции за кредитен рейтинг и определи критериите, на които трябва да отговарят другите агенции за кредитен рейтинг по смисъла на чл. 75, ал. 2 от Кодекса за застраховането. Определените международно признатите агенции за кредитен рейтинг са “Стандарт енд Пуърс” (Standard & Poor’s), “Мудис Инвесторс Сървис” (Moody’s Investors Service), “Фитч Рейтингс” (Fitch Ratings) и “Ей Ем Бест Къмпъни” (AM Best Company). Критериите, на които трябва да отговарят другите агенции за кредитен рейтинг, за да бъдат признати от КФН, са свързани с техния опит и история, обективност на методологиите, които прилагат, независимост на агенциите и наличието на достатъчни ресурси, за извършване на дейност по оценка на предприятията. Вж. по-подр. [http://www.fsc.bg/fsc\\_page.asp?v=7](http://www.fsc.bg/fsc_page.asp?v=7)

<sup>208</sup> По аналогия може да се приложи подходът за критериите по смисъла на Кодекса за застраховането.

всички предприятия именно публичните дружества са тези, които следва периодично да разкриват информация. Следователно при тях съществуват най-благоприятни условия за изграждане на ефективна рейтингова система. Този извод обаче има относителен характер, защото се намесват въпроси, свързани с това кой, по какъв начин и как ще изгради подобна система.

Въз основа на всичко това може да се обобщи, че у нас рейтинговите системи ще се развиват и ще изследват дейността на съвкупност (група) от предприятия, като една от основните насоки в подобно изследване ще е финансовото състояние на предприятието. Измерването му чрез обобщаващи показатели може да бъде основа на рейтингите и ще даде на многобройните непрофесионални инвеститори необходимата информация за пазара на ценни книжа. Базата от данни в КФН и на фондовата борса и разполагаемата автоматизирана система биха позволили лесното изчисляване на обобщаващи показатели за ПД. Оповестяването им би могло да става чрез бюлетина на фондовата борса.

### 3.3. Методически и законодателни аспекти на усъвършенстване на секюритизацията

#### 3.3.1. Подобряване на системата от показатели за оценка на финансовото състояние на ДСИЦ<sup>209</sup>

Взаимната връзка между фактите и обстоятелствата, представени схематично на фиг. 24-26, предполага усилията, свързани с усъвършенстването на секюритизацията в България, да се насочат към основни практико-приложни критерии и конкретни подходи при определяне на показателите, които трябва да се прилагат за измерване на финансовото състояние на ДСИЦ и на публичните дружества:

а) Да се вземе предвид конкретният обект на изследване. При ДСИЦ и публичните дружества се налага анализ на множество предприятия. Това от своя страна изисква да се използва такъв подход на изследване, който дава най-голяма възможност за преобразуване на многобройните емпирични данни в по-малко на брой резултативни единици. Подобна възможност дава многомерният подход.

б) Да се отчита видът на самия анализ на ФСП от гледна точка на конкретните потребители. За масовите инвеститори в ДСИЦ той е предимно външен и предполага използване на показатели с висока информационна значимост. Такъв показател в най-голяма степен е обобщаващият показател.

в) Евентуалното въвеждане на ОП, изчислявани за ДСИЦ и публичните дружества, следва да се съобрази с т.нар. “стандарти за добро корпоративно управление”. Желателно е част от тези стандарти да са измерими чрез показатели, които да се включат сред показателите, формиращи ОП. Или като основен извод тук се налага връзката между показателите за финансово състояние и изчисляване на ОП с програмите за добро корпоративно управление и с отчета за управление. Там те биха могли да се регламентират и да се използват утвърдени в българската практика показатели и понятия.

Конкретните показатели, които ще се използват, за да се формира обобщаващият показател, не трябва да се формират произволно, а при спазването на определени правила или изисквания. Като такива могат да се приемат<sup>210</sup>:

а) Показателите да имат точно определено съдържание, т.е. да се конструират така, че да изразяват взаимовръзка, която е важна и определяща за финансовото състояние на предприятието.

б) Показателите да са в методологическо единство с общоприети критерии и показатели, използвани в практическата дейност.

в) Всички показатели в една стопанска единица да съответстват на общоприетите в икономиката на страната.

г) Показателите да са правилно тълкувани и интерпретирани. За да се постигне това, е необходимо те да се сравнят с някаква база. Като такава база може да служи

---

<sup>209</sup> Понятието “система от показатели” се разбира в двояк смисъл. От една страна се има предвид съвкупност от показатели, подобна на тази, действаща доскоро у нас по силата на НСС 13 и по специално – показателите, които подлежаха на задължително изчисляване и оповестяване. От друга страна става въпрос за съвкупност от допълващи се показатели, които могат да се включат като формиращи обобщаващите показатели. Разсъжденията и предложенията се отнасят и до двете системи поради наличие на връзка между тях.

<sup>210</sup> Вж. Белев, Д. Икономически анализ, прогнозиране и планиране в предприятието. София, 1988, с. 18.

показател от предходен период, планов показател, показатели на конкурентно предприятие, на отрасъла или страната като цяло.

д) Показателите, които се използват, трябва да са във вътрешна връзка и зависимост. Те по същество формират единна система. Само подобна система може цялостно да отрази настъпилите изменения в анализирания икономически обект.

Във връзка с това следва да се отбележи, че у нас като цяло е желателно да се запази утвърдилата се в практиката система от показатели за финансово-счетоводен анализ, въведена последователно чрез НСС 29 и НСС 13 (и двете са отменени). Тези показатели са разбираеми, въведени са на базата на международна практика, години наред са следени и изчислявани от НСИ и от много предприятия и консултантски компании. Именно на тази база следва да се формулират от КФН съответни показатели в програмите за добро корпоративно управление и в отчетите за управление. Визираните по-горе показатели са доказана добра международна и българска практика със съответна информационна значимост. При определянето на показателите, които формират ОП, КФН би могла да заложи точно тези, които са обект на програмите и отчетите за корпоративно управление. Самите ОП ще способстват за аналитичността в програмите и отчетите за управление, доколкото ще се формира база за сравнение, каквато сега трудно се намира. Т.е. при ДСИЦ и публичните дружества, където се разполага с най-много информация, сравнителният анализ е необходим и възможен. Следва обаче много прецизно да се регламентира изчисляването на тези показатели и достъпът въобще до информацията за ПД. Едва ли е допустимо консултанти и рейтингови агенции да имат достъп до подобна информация (както сега това е заложено), преди тя да се публикува официално.

Изучаването на ФСП с ОП има редица предимства през едномерната и двумерната класификации, но едновременно с това се сблъсква с редица трудности и проблеми, които могат да се систематизират в две групи: технически и методически. Сред първите могат да се открият:

а) сложните изчислителни операции и необходимостта от използване на електронно-изчислителна техника (ЕИТ);

б) разработването на специални програми за ЕИТ от квалифицирани програмисти;

в) набавяне на по-голям обем статистическа информация.

Посочените технически трудности при съвременните условия са сравнително лесно преодолими. Практиката показва, че при наличието на персонален компютър и минимум знания за работа с него, разработването на елементарни програми за изчисляването на ОП е възможно от всеки индивидуален потребител. Такъв подход обаче е излишен, ако процесът бъде централизиран и нормативно регламентиран, а изчисляването се извършва въз основа на непрекъснато актуализираща се база от данни, от определено лице, което е задължено да оповестява получените резултати (например чрез интернет).

По-сложно обаче е разрешаването на методическите проблеми, които гравитират най-общо до следното:

а) при формиране на система от показатели да се подбират такива, които елиминират в най-голяма степен едностранчивите резултати;

б) системата от показатели, на чиято база ФСП се изучава с ОП, следва да покрива всички аспекти на финансовото състояние на предприятието – ликвидност, рентабилност и т.н.;

в) системата от показатели следва да отчита развитието не на един или няколко, а на всички отрасли;

г) при оценка на финансовото състояние на публичните предприятия следва да се използва и борсова информация;

д) системата от показатели, формиращи ОП, съгласно по-горе казаното трябва да включва преди всичко “сводни и синтетични” показатели, т.е. показатели, които са носители на значима информация;

е) значение върху изследванията може да окаже наличната статистическа информация;

ж) следва да се дава възможност за съпоставимост между нашите и чуждите предприятия в контекста на международните сравнения, които се правят за равнището на развитие на страните, в които България следва да се включва все по-често.

В заключение може да се посочи, че в системата от показатели за изчисляване на обобщаващи показатели за финансово състояние е желателно да се включат 6-8 измерителя, отразяващи различни аспекти от дейността на предприятието. Точното определяне на тези показатели е въпрос на конкретни решения от страна на КФН и разполагаема информация. Трябва да се обърне внимание и на следните обстоятелства:

а) Доколкото общото финансово състояние е функция на цялостната дейност на предприятието, желателно е при формулиране на изводи за неговото равнище да се използват и показатели, които по принцип се отнасят към по-глобалния икономически (стопански) анализ, а не само към финансовия. В този смисъл може да се изчислява например производителност на труда като съотношение между нетните приходи от продажби и броя на заетите.

б) Рентабилността, изчислена на база на собствения капитал, води в определени случаи до практически проблеми, доколкото той може да бъде отрицателна величина и така изчисленият показател да е безсмислен. Поради това е желателно да се изчислява рентабилност на основния капитал, който не може да е отрицателен.

### **3.3.2. Предложения за промени в действащи нормативни актове и за приемане на нови**

Въвеждането на обобщаващ показател за финансово състояние на публичните дружества (и ДСИЦ) може да стане единствено по нормативен ред. С оглед на това е необходимо да се изменят и допълнят определени нормативни актове, както и да се приемат нови. Преди това обаче трябва да се направят няколко бележки:

а) Не е логично произволно да бъдат приемани нормативни актове в определена сфера. Те следва да отговарят на определени потребности, да са актуални във времето и по отношение на действие спрямо определени лица. В конкретния случай оптимизирането на измерването на финансовото състояние на ПД чрез въвеждането на ОП ще е от полза предимно на масовите непрофесионални инвеститори, но безспорно ще подпомага и всички останали.

б) Нормативното въвеждане на изчисляването на ОП следва и някаква логика във времето. Преди десет години (по времето на процеса на масова приватизация) то не беше уместно, въпреки че и тогава подобни модели съществуваха и дори бяха прилагани. Това се дължи на факта, че изчисляването на ОП е свързано с развитието на компютърните технологии и най-вече на интернет, чрез който получените резултати могат да стигнат до знанието на масовите потребители. В тази връзка въвеждането на единна автоматизирана информационна система между КФН,

фондовата борса и Централния депозитар в голяма степен ще усъвършенства процесите на измерване на ФСП.

в) Определени правила за поведение се въвеждат нормативно за визираните в техните разпоредби лица, когато става въпрос за значими интереси и там, където е възможен контрол. Много често установилата се практика сама изисква нормативната регламентация на определени отношения. В други случаи нормативните актове въвеждат определена практика. В конкретния случай е безспорно, че при изследване на финансовото състояние на публичните дружества става въпрос за значими интереси, налице е възможност за контрол върху тези процеси, а практиката следва да бъде нормативно прецизирана.

г) От съществено значение при приемането на определен нормативен акт е какви обществени отношения ще регламентира или за какво ще способства. Обикновено това става ясно в заложените цели и принципи на самия нормативен акт, които от своя страна трябва да са в пряка връзка с обективната действителност. Във връзка с това може да се посочи, че измерването на финансовото състояние на ДСИЦ и всички публичните дружества чрез ОП и публикуването на съответната информация има за основна цел защитата на миноритарните, масовите инвеститори, а за основен принцип – равнопоставеността при информацията, избягване на т.нар. “несиметрична информация”.

д) ОП биха могли да се прилагат по отношение на всички предприятия – става въпрос за нормативното им въвеждане, а не за прилагането им по собствена инициатива. Безспорно е, че измерването на финансовото състояние на предприятията чрез ОП би способствало за по-висок икономически растеж и би предотвратило редица фалити. Повсеместното въвеждане на ОП обаче (например чрез специален счетоводен стандарт) би могло да се направи след като някъде (в изследването се приема, че това трябва да е най-напред при публичните дружества) се демонстрират надеждни резултати.

В заключение може да се каже, че за нормативното въвеждане на ОП на публичните дружества следва да се изменят и/или допълнят три или четири закона, както и да се приеме една наредба (или да се допълнят вече издадени от КФН наредби) със съответна методика към нея. Конкретните законодателни актове, които следва да се изменят и допълнят, са:

а) ЗППЦК, в който се регламентират публичните дружества, търгувани на фондовата борса. Те предоставят своите ГФО на борсата и в КФН на всяко тримесечие.

б) Законът за статистиката, в който се разглеждат всички предприятия в България, в това число и публичните дружества. Предприятията се отнасят към определен сектор и подсектор по Националния класификатор на икономическите дейности, НСИ събира информацията за всички тях и е в състояние да изготви обобщени секторни справки.

в) Законът за Комисията за финансов надзор, в чиято компетентност би попаднало изготвянето на Наредба за реда, условията и методиката за изчисляване на обобщаващ показател за финансово състояние на публичните дружества. Промяна тук обаче едва ли ще се наложи, при положение че се изменят определени текстове в ЗППЦК, тъй като по закон именно КФН приема съответните наредби;

г) ЗНИ в частта му, отнасяща се до ДСИЦ.

От гледна точка на чисто правна техника следва да се приеме Закон за изменение и допълнение на ЗППЦК, в чиито преходни и заключителни разпоредби да се предвидят промени в законите за статистиката, за КФН и в ЗНИ. Самите текстове

в този закон едва ли ще бъдат многобройни, по важни обаче ще са мотивите, които ще съпровождат проекта за закон<sup>211</sup>. В рамките на самите разпоредби на проекта за закон следва да се посочи, че:

а) Примерно в едномесечен срок от предоставянето на годишните и тримесечните финансови отчети фондовата борса оповестява рангове на публичните дружества по сектори съгласно Националния класификатор на икономическите дейности.

б) Ранговете се изготвят на базата на обобщаващ показател за финансово състояние, като включват и ранг на съответния сектор и икономиката като цяло. Оповестяват се и съответните стойности на ОП.

в) Редът, условията и методиката за изчисляване на обобщаващия показател за финансово състояние се определят в наредба на КФН.

г) НСИ е длъжен да предостави на фондовата борса необходимата информация по сектори на икономиката, а КФН – да приеме в съответни срокове визираната наредба. Тези проблеми трябва да се регламентират в съответните преходни и заключителни разпоредби.

д) Може да се даде възможност на ДСИЦ да се възползват от разпоредбите на ЗНИ. Следователно в този закон те ще бъдат заличени от субектите, по отношение на чиито инвестиции той не се прилага. По този начин в значителна степен ще им се даде възможност да се ориентират към големи инвестиционни проекти, а това би способствало тяхното развитие и това на капиталовия пазар

е) В преходните и заключителните разпоредби следва да се посочи и срокът за изчисляване и оповестяване на първите рангове по обобщаващи показатели (примерно в двумесечен срок от представянето на ГФО за 2006 г.).

С подзаконов нормативен акт в рамките на своята компетентност КФН може да приеме Наредба за реда, условията и методиката за изчисляване на обобщаващи показатели за финансово състояние от публичните дружества. Какво точно ще е наименованието на тази наредба зависи от конкретния подход при нейната подготовка, респективно – от обхвата ѝ. В подобна наредба би следва дало се разгледат (регламентират) например:

а) Общите положения, свързани с целите и принципите, залегнали в наредбата. Вече беше посочено, че като такива се визират защитата на дребните, масовите инвеститори и тяхната равнопоставеност при ползването на информацията. Логично е тук да се изясни понятийният апарат относно обобщаващите показатели – едва ли в подобна наредба това следва да се прави в допълнителна разпоредба.

б) На следващо място трябва да се регламентират редът, т.е. организацията на изчисляването на ОП, източниците на информация, органите, обхвата на публикуваните данни и други подобни. В зависимост от предприетия подход тук могат да се визират и лица (извън фондовата борса), които биха могли да се ангажират с изчисляването и оповестяването на ОП. Това е въпрос на конкретен прагматизъм и управленски подход. При всички случаи обаче този процес следва да се контролира от КФН.

в) Третата основна част на такава наредба трябва да се занимае с общата характеристика на методиката за изчисляване на ОП. Тук се визира прилагането на многомерен подход, а така също конкретните показатели, които следва да се включат като формиращи ОП. Самата методика може да се представи като приложение към

---

<sup>211</sup> Вж. приложение 24 (разработено от автора) за проекта за изменение и допълнение на ЗППЦК и свързани с него закони, както и съответните мотиви.

наредбата. Разбира се наредбата ще включва и стандартните за един нормативен акт разпоредби – административнонаказателни и т.н.

Подобна наредба би внесла ред при по-глобални изследвания на финансовото състояние на ДСИЦ и всички публични дружества и би поставила мост към по-нататъшното развитие на надеждни рейтингови системи у нас. Този извод произтича от факта, че в този момент няма гаранция за надеждността на рейтингите, изготвяни от определени организации. В разработката се застъпва становището, че този процес у нас следва да се регламентира и наблюдава, но по начин който не възпрепятства свободната стопанска инициатива и правото на избор на определен консултант. Този въпрос обаче е много дискуссионен и не може да намери своя отговор тук.

**В България са налице както икономически, така и правно-организационни предпоставки за успешно функциониране на ДСИЦ и първите успешни стъпки, изразяващи се в повишен инвеститорски интерес и стремеж за учредяване на повече дружества са доказателство за това. В глава трета на изследването се открояват и проблеми в тази сфера, като специално се набляга на липсата на инвеститорски интерес и ликвидност на фондовата борса, ако постъпващата от дружествата финансова информация не се обработва и предоставя на масовите инвеститори по достъпен и лесен начин. Във връзка с това са адаптирани известни методи за оптимизиране измерването на финансовото състояние на предприятията посредством обобщаващ показател към ДСИЦ и публичните дружества. Изведени са подходи за подобряване на информационното осигуряване на публичните дружества, което води до подобряване на корпоративното управление. Формулирани са конкретни предложения за промяна на действащи нормативни актове (ЗППЦК, ЗНИ и др.) с цел въвеждане на обобщаващи показатели в практиката и повишаване ефективността на инвестиционната дейност на ДСИЦ.**

## З а к л ю ч е н и е

Проблемите, свързани с развитието на пазара на недвижима собственост и капиталовия пазар, стоят непрекъснато на вниманието на не един и двама специалисти от теорията и практиката и винаги са не само актуални, но и сложни. В рамките на изследването са разгледани най-важните теоретико-приложни въпроси на секюритизацията на недвижима собственост, ролята и развитието на ДСИЦ в България, както и две от възможните мерки за повишаване на ефективността на тези пазари – развитието на ДСИЦ като нови качествени емитенти и оптимизирането на измерването на финансовото състояние на ДСИЦ и всички публични дружества.

От изложението се вижда, че е изключително трудно да се обобщят всички теоретични и практически достижения по тази проблематика, в частност – да се даде еднозначен отговор за перспективите пред развитието на ДСИЦ у нас и внедряването на обобщаващи показатели при публичните дружества. В същото време трябва да се посочи, че в текста са направени изводи и предложения, които могат да се окажат практични в тази насока. Част от тях са свързани най-напред с допълнителни изследвания, с конкретна практическа и внедрителска нагласа. Те биха дали възможност на много български граждани да се окажат сред активните участници в икономиката, в частност – на пазара на недвижима собственост и на капиталовия пазар.

Посоката на разсъждения би могла да се приеме за вярна и доказателство за това са конкретните резултати от практическата част на разработката, както и паралелно протичащите явления в практиката (във връзка с това следва да се посочи, че позицията на автора по отношение на наблюденията и изследванията на възможностите за оптимизирането на капиталовия пазар претърпя еволюция). Идеята му за изграждане на информационна система за публичните дружества, базирана на обобщаващ показател, датира от 1996-1997 г., и се базира на успешно изследване чрез този показател на предприятията от масовата приватизация. Тази идея беше пряко свързана с изграждането на организиран извънборсов пазар в България и даване на истински публичен статут на определени дружества<sup>212</sup>, инвестиращи в реалната икономика. До практическата ѝ реализация не се стигна, както поради организационни, така и поради технически и методически причини. Междувременно обаче в практиката протекоха редица процеси в подкрепа на тази идея:

а) възприети бяха принципите за добро корпоративно управление, които са пряко свързани с интересите на миноритарните акционери (които са същността на истинските публични дружества, или “публиката”), разкриването на информация и финансовото състояние на предприятията;

б) създаде се и постепенно се усъвършенства ЕРиК (Единният регистър и класификатор) към КФН;

в) постепенно се изгражда единна информационна система между КФН, БФБ-София и Централния депозитар на ценни книжа;

г) възникнаха първите рейтингови агенции;

д) в качеството си на нови емитенти на фондовата борса (отговарящи в много по-голяма степен на изискванията за истински публични дружества, респективно – за

---

<sup>212</sup> Вж. Йовчев, Ив. Кои дружества са публични и как ще се изплаща дивидент по безналичните акции. //Капиталов пазар, № 9, 1997; Йовчев, Ив. Аспекти от нормативната уредба на организирания извънборсов пазар в Русия, //Капиталов пазар, № 3, 1998.

защита на интересите на инвеститорите) се появили и вече функционират успешно ДСИЦ.

Независимо от кратката финансова история на ДСИЦ у нас изследването на правно-икономическите предпоставки за тяхното възникване, състоянието и перспективите им за развитие е съвсем навременно. От изложението е безспорно видна глобализацията на ДСИЦ-структурите в световен мащаб, дължаща се на тяхното ефективно функциониране и защита на интересите на инвеститорите. Изследването показва, че въвеждането на тези колективни инвестиционни схеми у нас може да се счита за съвсем обосновано и е предпоставка за бъдещо по-ефективно развитие на пазара на недвижима собственост и капиталовия пазар.

Едновременно с това анализът, свързан с развитието на ДСИЦ у нас, позволява да се разкрият редица пропуски в дейността им, най-вече по отношение на инвестиционните им програми, недостатъчно прецизните финансови разчети, и опасността от “прегриване” на този пазар. Безспорен факт е също така, че пазарът на недвижима собственост в България като икономическа предпоставка за функционирането на ДСИЦ постепенно достига своята зрялост, но следва да се има предвид, че този пазар, а отгук и развитието на ДСИЦ в България в близките няколко години, са силно зависими от развитието на капиталовия пазар като финансов посредник.

Като противоречиви могат да се оценят тенденциите от практиката, свързани с възможностите за ефективно измерване на финансовото състояние на публичните дружества (в т.ч. и на ДСИЦ). От една страна отпадна нормативното регламентиране на начина за изчисляване на определени показатели за анализ на финансовото състояние, което в голяма степен затруднява практикуващите финансисти и подлага под съмнение единния подход при извършваните анализи. От друга – налице са технически и организационни предпоставки за въвеждане и изчисляване на обобщаващи показатели за финансово състояние, които дават значима информация на инвеститорите. Финализирането на идеята за въвеждане на ОП при публичните дружества се нуждае от нормативно регламентиране на този процес, в т.ч. по отношение на видовете и начина за изчисляване на показатели за анализ на финансово състояние.

Прилагането на ОП при ДСИЦ показва резултати, водещи до важни изводи. От една страна безспорно се доказва предимството на обобщаващите показатели пред едномерните и други класификации на финансовото състояние, но едновременно с това става ясно, че ОП следва да бъде много внимателно изграден от методическа гледна точка. От друга страна могат да се направят важни изводи относно факта, че наличните данни за ДСИЦ (проспекти, в т.ч. прогнозни и отчетни ГФО) не са достатъчна предпоставка за качествен анализ на финансовото състояние на дружествата и в определени случаи могат да дадат неточна или непълна информация на инвеститорите. Налице са пропуски и в базите данни, поддържани от КФН и БФБ-София.

Систематизирано най-важните резултати от направеното изследване могат да се представят по следния начин:

1. Осъществено е теоретично изясняване и осмисляне на секюритизацията на недвижима собственост в контекста на дейността на ДСИЦ и са очертани перспективите за нейното развитие и усъвършенстване. Върху тази основа са изведени открояващите връзки между развитието на ДСИЦ, пазара на недвижима собственост и капиталовия пазар.

2. Представена е позицията на автора относно развитието и глобализацията на ДСИЦ (REITs), доказваща тяхната роля за по-ефективното функциониране на пазара на недвижима собственост и на капиталовия пазар. Изведени са предимствата на ДСИЦ като колективна инвестиционна схема в недвижимата собственост.

3. В изследването се подлагат на аналитична оценка икономическите и правно-организационните предпоставки за развитие на ДСИЦ в България, като са изведени констатирани трудности в тяхната дейност.

4. Анализирани са и са оценени в критичен план състоянието, инвестиционните програми и финансовото състояние на лицензираните ДСИЦ в периода 2004 - юли 2005 г.

5. Адаптирани са известни методи за оптимизиране измерването на финансовото състояние на предприятията посредством обобщаващ показател към ДСИЦ и публичните дружества. Изведени са подходи за подобряване на информационното осигуряване на публичните дружества, което води до подобряване на корпоративното управление.

6. Формулирани са конкретни предложения за промяна на действащи нормативни актове (ЗППЦК, ЗНИ и др.) с цел въвеждане на обобщаващи показатели в практиката и повишаване ефективността на инвестиционната дейност на ДСИЦ.

В заключение може да се обобщи, че развитието на ДСИЦ като нови качествени емитенти и оптимизирането на измерването на финансовото състояние на публичните дружества са безспорно две важни мерки за по-ефективното функциониране на пазара на недвижима собственост, капиталовия пазар и икономиката като цяло. Същевременно е необходимо да се отбележи, че изследователската и практическа дейност, свързана със сложната и актуална проблематика на настоящата разработка, следва да продължава. Това произтича от факта, че дисертационният труд поставя въпроса за необходимостта от разработване на научнообоснована система от измерители на финансовото състояние на предприятията, който може да бъде предмет на отделно задълбочено изследване.

## Използвана литература

1. Анализ на капиталовия пазар и стратегия на БФБ-София за неговото развитие до 2007 година. ЦИР, 2005.
2. Антонев, Окс. “Бумажные” инвестиции в зарубежную недвижимость. [www.realtyinvest.ru](http://www.realtyinvest.ru)
3. Белев, Д. Икономически анализ, прогнозиране и планиране в предприятието. София, 1988.
4. Бернстайн, Л. Анализ финансовой отчетности. Москва, 1996.
5. Бюлетин на Комисията за финансов надзор. София, 2003-2006.
6. Бяла книга за корпоративно управление в Югоизточна Европа.. София: ЦИР и ЦКУ при ИСК/УНСС, 2004.
7. Георгиев, Г., Л. Велинов. Юридически речник (в два тома). София, 1994-1995.
8. Георгиев, Ив. Основи на инвестирането. София, 1999.
9. Георгиев, Ив. Капиталово бюджетиране в промишлените фирми. София, 2000.
10. Георгиев, Ив., Цв. Цветков. Мениджмънт на фирмените иновации и инвестиции. София, 1997.
11. Георгиев, Ил., Сп. Керемидчиев. Корпоративно управление на приватизираните предприятия. София, 1999.
12. Даковски, Цв. Ст. Йотов. Недвижима собственост, I част. София, 1994.
13. Димитров, Г. Подготовка за докторска дисертация. Варна, 2000.
14. Димитров, Г., Ив. Желев. Управление на инвестиционния процес. Варна, 1996.
15. Динев, Д., Т. Кръстев. Анализ на финансово-счетоводните отчети. София, 1993.
16. Дурин, Ст. Към въпроса за показателите за финансово-счетоводен анализ. Уеб-страница на ИДЕС, 2005.
17. Евтимова, Р., К. Миланова. Съдържание на отчетите за управлението съгласно българското законодателство и най-добрите международни практики. КФН. Бюлетин № 5, 2003.
18. Желев, Ив. Управление на инвестиционния процес. Варна, 2001.
19. Жишев, Евг. Относно някои аспекти на правния режим на дружествата със специална инвестиционна цел. КФН. Бюлетин № 9, 2003.
20. Златков, Ив. Финансово-счетоводен анализ. София, 1996.
21. Иванов, Бл. Н. Коен. Анализ на пазара на недвижими имоти. София, 1995.
22. Икономика и управление на строителството. Сборник доклади от научна конференция с международно участие, Варна, 2004.
23. Илиев, Пл. Оценка на недвижими имоти в България. Варна, 2001. //Годишник на Икономически университет - Варна, т. 72, 2000.
24. Илиев, Пл. Пазарът на недвижими имоти в България. //Сборник доклади от конференция “Икономика и управление на строителството”, Варна, 2001.
25. Иновации и трансформации на организирания пазари в България. Варна, 2003.
26. Йовчев, Ив. Финанси на предприятието. Варна, 2000.
27. Калинков. К. Недвижима собственост. Варна, 2004.

28. Калинков. К. Недвижима собственост и недвижим имот, Теоретико-методологични аспекти. //Сборник доклади от научна конференция с международно участие, Варна, 2005.
29. Корпоративното управление в развитие: България 2002-2004. София: ЦИД, 2004.
30. Мейджин и Доналд Л. Тъгъл. Управление на инвестиционни портфейли. София, 1995.
31. Минева, Д. Има ли добро корпоративно управление в България. ЦИД, 2004.
32. Моравенов, М. Анализ на модела на корпоративна собственост при публичните дружества. КФН. Бюлетин № 12, 2003.
33. Моравенов, М. Директорите за връзки с инвеститорите и тяхната роля при разработването на програми за корпоративно управление. КФН. Бюлетин № 9, 2003.
34. Мотиви към Проект за Закон за дружествата със специална инвестиционна цел. <http://www.parliament.bg/bills/39/254-01-72.pdf>
35. Национален план за икономическо развитие на Република България за периода 2000-2006 г.
36. Николов, Ив. Капиталовият пазар в България – състояние и перспективи. София: ЦИР, 2004.
37. Николов, Н. Финансов анализ. Варна, 1995.
38. Николов, Н. Показателите и критериите в социалното управление, Варна, 1988.
39. НСИ. Текуща стопанска конюнктура.
40. Отчети на Комисията за финансов надзор.
41. Проблеми на моделиране и измерване на икономическите процеси в НР България, София, БАН, 1981.
42. Проспекти на лицензираните ДСИЦ за недвижими имоти в България към юли 2005.
43. Ранкова, Д. Промените в закона за публичното предлагане на ценни книжа. Бюлетин на КФН, № 5, 2005.
44. Рос, Б. Корпоративен анализ, София, 2002.
45. Рябых, Д. Наиболее распространенные финансовые показатели. <http://www.cfin.ru/finanalysis/finratios.shtml>.
46. Савчук, Вл. Финансовый анализ деятельности предприятия (международные подходы). <http://www.cfin.ru/finanalysis/reports/savchuk.shtml>.
47. Станков. Ив. Цели на разкриването на информация. Пазарни манипулации и търговия при наличието на вътрешна информация. КФН. Бюлетин № 4, 2004.
48. Стратегия за насърчаване на инвестициите в България
49. Строително предприемачество и недвижима собственост. Сборник доклади от научна конференция с международно участие, Варна, 2005.
50. Сълова, Н. Съвременни предизвикателства пред търговията в България. Сборник с доклади от юбилейна международна научна конференция. Варна, 2003.
51. Сълова, Н. Ефективност на вътрешната търговия в НРБ. Варна, 1978.
52. Терминологичен юридически речник. СиелаНет.
53. Тимчев, М. Финансово-стопански анализ. С., 1998.
54. Уолш, С. Ключови управленски коефициенти. Бургас, 1995.
55. Управление на недвижимата собственост. Сборник доклади от научна конференция, Варна, 2002.
56. Фридман, Дж. Дж. Харис. Инвестиции в недвижими имоти. София, 1996.

57. Хаджиев, Ал. Търговски енциклопедичен речник. София, 1938 (фототипно издание).
58. Янкова, Н., Ел. Тутова, Б. Деливерски. Измерване равнището на развитие на селищните системи с помощта на обобщаващи показатели. //Икономическа мисъл, 6, 1984.
59. A comparison of the major REIT regimes in the world. EPRA, 2004.
60. Bigman, T., C. Chiu. Growth of Global Real Estate Securities Investing and Global REITs. Morgan Stanley Investment Management, 2004.
61. Carnachan, Sc. Real Estate Investment Trusts in Asia. Deacons, 2003.
62. Conner, Ph. Global REITs: A New Platform of Ownership. Pramerica Real Estate Investors, 2005.
63. Davis, N. Securitisation: A Public Policy Tool? <http://www.treasury.govt.nz/workingpapers/2000/twp00-8.pdf>
64. Developing Europe's Future: European Real Estate 2005. [www.dtz.com](http://www.dtz.com), 2005.
65. Emerging Trends in Real Estate Europe 2004. Urban Land Institute, PricewaterhouseCoopers LLP, 2004.
66. European REIT Regimes and the Impact of the EC treaty freedoms. EPRA, 2005.
67. Frequently Asked Questions About REITs. <http://www.investinreits.com/learn/1>
68. Global Property Review. Morgan Stanley Investment Management, 2002.
69. Gordon, S. REITs: Comparison of Regulatory. Regional Financial Services Newsletter, Deacons, 2003.
70. Hughes, Fr. Pan-European REIT? – A long, long road. EPRA, 2005.
71. Hughes, Fr., J. Arissen. Global Real Estate securities – Where do they fit in the broader market? EPRA, 2005.
72. Improving the Efficiency and Flexibility of the UK Real Estate Market. BPF, IPF, RICS, 2003.
73. Kohn, M. The Capital Market Before 1600. Department of Economics, Dartmouth College, 1999. <http://www.dartmouth.edu/%7Emkohn/99-06.pdf>
74. Kothari, V. Securitisation - a primer. <http://www.vinodkothari.com/seccont.htm>
75. Latiff, Sh. An Introduction to the Concept of Real Estate Investment Trusts (REITs). FCA Sri Lanka, 2005.
76. Le nouveau régime fiscal des SIIC: Comment gérer son patrimoine immobilier à moindre coût fiscal? [www.salans.com](http://www.salans.com), 2005.
77. Leung, C. Globalization of Real Estate Markets, The Asia-Pacific Perspective. DTZ, 2005.
78. Li, J., R. Mooradian, Sh. Yang. Economic Forces, Fundamental Variables, and REIT Returns. IBA, Boston.
79. Lindberg, L. Property Investment Vehicles: An International Comparison. Royal Institute of Technology, Stockholm, 2002.
80. Marty, G., Al. Lecornet. Real estate investment funds in Europe. OEE. 2005.
81. McDonald, L. The Case for Global Real Estate Securities. CRA RogersCasey, LLC, 2005.
82. Nicolle, T. Introduction to Securitisation. <http://www.vinodkothari.com>
83. Office Half Year Report 1/2004. COLLIER'S International Bulgaria, 2004.
84. Receivables Financing, Analytical Commentary on the draft Convention on Assignment of Receivables in International Trade. United Nations Commission on International Trade Law, 2001.

85. REITs: Spreading Around the World.  
<http://www.nareit.com/portfoliomag/04sepoct/vested.shtml>
86. Residential Half Year Report 1-2004. Colliers International Bulgaria, 2004.
87. Residential Letting Market Review Quarter 2. Colliers International , 2005.
88. Rising to New Competitive Challenges. Securities Industry Development Centre, Kuala Lumpur, 2005.
89. Securitization Encyclopaedia. <http://www.vinodkothari.com>
90. Securitization, Key Legal and Regulatory Issues. IFC, 2004.
91. Sofia Office Market 2nd Half of 2004. Colliers International Bulgaria, 2005.
92. Sing, T. Asset Backed Securitization in Singapore: Value of Embedded Buy-back Options, 2001. <http://www.rst.nus.edu.sg/staff/singtienfoo/Exec.%20Program%20-%20ABS%20-%20Sing.ppt>
93. Sofia Residential Market 2nd Half of 2004. Colliers International Bulgaria, 2005.
94. Sur, H. Foreign Investment in Real Estate Industry. GYODER, 2005.
95. Suárez, J., Amp. Vassallo. Indirect Investment in Real Estate: Listed Companies and Funds. University of Navarra, 2005.
96. The Investor's Guide to Real Estate Investment Trusts (REITs). NAREIT, 2003.
97. Veld, H. Does Tax Transparency Pay? Investment Property Databank Ltd., 2005.
98. Yap, D. Good growth potential for REITs in Asia. <http://biz.thestar>, 2005.
99. Закон за дружествата със специална инвестиционна цел. //ДВ, № 46, 2003.
100. Закон за корпоративното подоходно облагане. //ДВ, № 115, 1997.
101. Закон за насърчаване на инвестициите. //ДВ, № 97, 1997.
102. Закон за публичното предлагане на ценни книжа. //ДВ, № 114, 1999.
103. Закон за собствеността. //ДВ, № 92, 1951.
104. Закон за счетоводството. //ДВ, № 98, 2001.
105. Търговски закон. //ДВ, № 48, 1991.
106. Международни счетоводни стандарти.
107. Наредба за определяне на границите на коефициентите за рентабилност, ефективност и финансова автономност, на изискванията към представяните доказателства, особените случаи, методите и начините за определяне на коефициентите и нетния паричен поток. //ДВ, № 35, 2006.
108. Наредба за системата от критерии за разработване на програми за финансово оздравяване и реструктуриране на държавните предприятия, фирми и търговски дружества. //ДВ, № 23, 1994.
109. Наредба № 2 за проспектите при публично предлагане на ценни книжа и за разкриване на информация от публичните дружества и другите емитенти на ценни книжа. //ДВ, № 90, 2003.
110. Наредба № 15 за воденето и съхраняването на регистрите от Комисията за финансов надзор и за подлежащите на вписване обстоятелства. //ДВ, № 54, 2004.
111. Счетоводни стандарти за малките и средни предприятия.
112. Счетоводни форми на КФН.
113. Правилник на "Българска фондова борса - София" – АД.
114. Принципи за корпоративно управление на ОИСР, приети от Държавната комисия по ценни книжа с Протокол № 72/18.12.2002 г.
115. Ръководство за изготвяне отчет за управлението. КФН.
116. <http://address.bg/>
117. <http://lex.bg>

118. <http://www.adis.bg/bg/>
119. <http://www.bnb.bg>
120. <http://www.bse-sofia.bg>
121. <http://www.cbre.com/>
122. <http://www.ced.bg>
123. <http://www.colliers.com/Corporate/>
124. <http://www.econ.bg>
125. <http://www.epra.com>
126. <http://www.fsc.bg>
127. <http://www.imoti.blogspot.com/>
128. <http://www.investor.bg/>
129. <http://www.nareit.com>
130. <http://www.nsi.bg/>
131. <http://www.nсни.bg/>
132. <http://www.portal.government.bg>
133. <http://www.stroitelstvo.bg/>
134. <http://www.stroitelstvo.info/>
135. <http://www.vinodkothari.com>

## П р и л о ж е н и я

*Приложение 1*

### Примери за законодателно уреждане на секюритизацията в отделни държави

№	Държава	Година	Наименование и описание
1	САЩ	1970	New SEC disclosure norms (proposals) for ABS/MBS transactions 2004 Rule 3a-7 of the Investment Company Act Art. 9 on Secured Transactions Article 9 of Uniform Commercial Code Sec. 912 of Bankruptcy Reforms Act
2	България	2000 2003	Закон за ипотечните облигации Закон за дружествата със специална инвестиционна цел
3	Турция	1992	COMMUNIQUE ON PRINCIPLES REGARDING REGISTRATION OF ASSET BACKED SECURITIES WITH THE BOARD AND PRINCIPLES REGARDING THE ESTABLISHMENT AND ACTIVITIES OF GENERAL FINANCIAL COMPANIES
4	Латвия	1998	Закон за ипотечните облигации
5	Италия	1999	“Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti” - Секюритизация на кредити
6	Русия	2001 2003	Закон “Об инвестиционных фондов” Закон “Об ипотечных ценных бумагах (секюритизация имущества)”
7	Франция	2004	Fonds commun de créances
8	Хонконг	1997	Asset securitisation и MBS
9	Пакистан	1999	ABS
10	Япония	2000	The Law on the Securitization of Assets
11	Малайзия	2001	ABS
12	Индия	2002	THE SECURITISATION AND RECONSTRUCTION OF FINANCIAL ASSETS AND ENFORCEMENT OF SECURITY INTEREST ORDINANCE, 2002
13	Австралия	2003	Секюритизация и SPV
14	Китай	2005	Секюритизация на кредити
15	Южна Корея	В процес на обсъждане и приемане	MORTGAGE-BACKED SECURITIZATION COMPANY ACT
16	Чили	1994	Ипотечни облигации
17	Аржентина	1995	Argentina's Trusts Law
18	Бразилия	1998	Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros (Financial Credits Securitization Company)

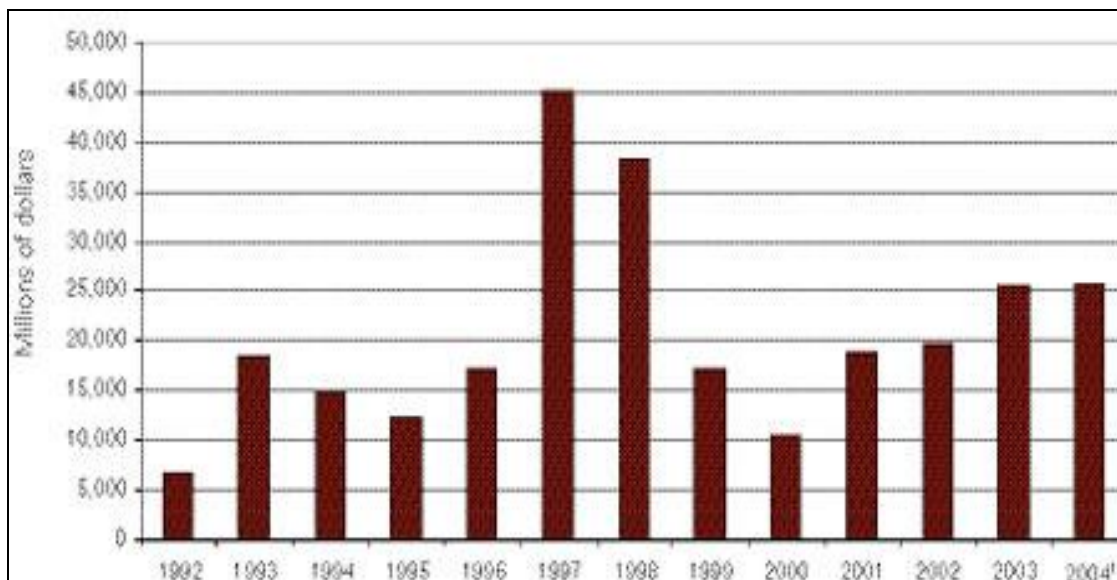
Източник: <http://www.vinodkothari.com/seclaw.htm>

## Разпространение на секюритизацията в световен мащаб

№	Азия и Пасифика	Северна Америка	Южна Америка	Европа	Африка
1	Австралия	САЩ	Аржентина	Австрия	ЮАР
2	Китай	Канада	Бразилия	Белгия	
3	Хонконг		Чили	Дания	
4	Индия		Колумбия	Финландия	
5	Индонезия		Еквадор	Франция	
6	Япония		Мексико	Германия	
7	Южна Корея		Перу	Гърция	
8	Малайзия		Венецуела	Ирландия	
9	Пакистан			Италия	
10	Сингапур			Латвия	
11	Шри Ланка			Люксембург	
12	Тайван			Холандия	
13	Тайланд			Полша	
14				Португалия	
15				Русия	
16				Испания	
17				Швеция	
18				Швейцария	
19				Турция	
20				Великобритания	

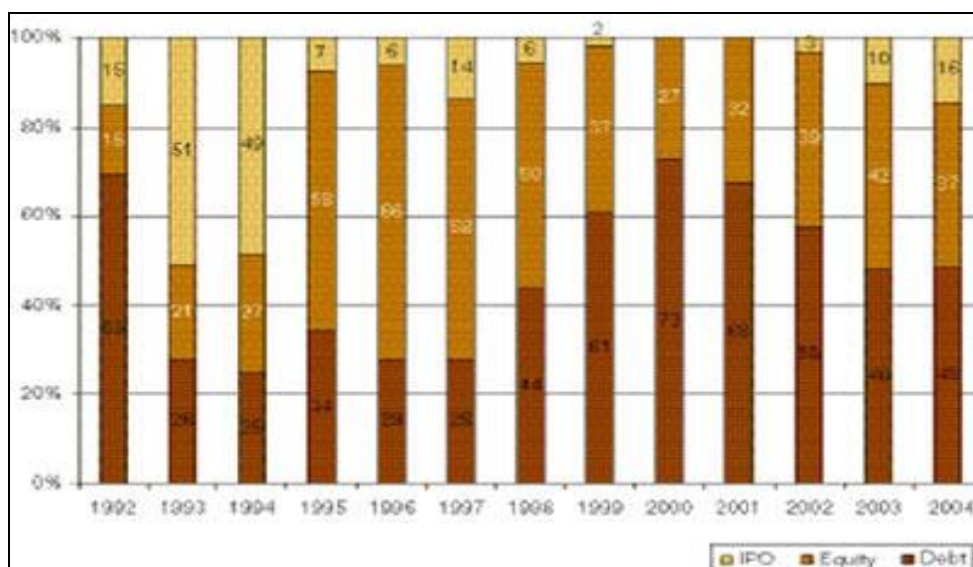
Източник: <http://www.vinodkothari.com/secprep.htm> Към страните от Азия и Пасифика е посочен и Израел.

**Ежегодно увеличаване на капитала на US REITs в периода 1992-2004 г.  
(в мил. USD)**



Източник: www.nareit.com, 27 юли 2005.

**Относителен дял на източниците на финансиране на US-REITs  
в периода 1992-2004 г-**



Легенда: IPO – първично предлага на акции, Equity – емисия на акции; Debt – дългово финансиране.

Източник: www.nareit.com, 27 юли 2005.

**Изменение на характеристиките на инвестиционен портфейл след въвеждане в него на REITs (разчетите са по данни за периода 1972-2002 г.)**

Портфейл 1 (базов)	
Доходност	11.8
Риск	11.2
Портфейл 2 (REITs - 10%)	
Доходност	12.0
Риск	10.9
Портфейл 3 (REITs - 20%)	
Доходност	12.2
Риск	10.8

Източник: Ibbotson Associates. Фигурата е заимствана от In Real Estate We Trust – сп. “Директор – инфо”.

## Основни данни за US REITs-пазара през юни 2005 г.

№	Сегмент (сектор)	Обща възвръщаемост			Дивидентна доходност	Брой REITs	Пазарна капитализация (хил. USD)	Относителен дял
		2004	Юни 2005	От началото на годината				
1	Общо за REITs	31.58	5.03	6.38	4.60	152	276,227,205	100.00
2	Индустриални и офис	25.24	5.08	5.31	4.98	39	80,545,350	29.16
3	Офис	23.28	5.37	8.44	5.20	24	52,025,249	18.83
4	Индустриални	34.09	3.81	0.45	4.08	8	18,752,987	6.79
5	Смесени	19.59	5.98	-0.59	5.54	7	9,767,113	3.54
6	Търговски площи	40.23	4.95	8.37	4.26	33	76,379,111	27.65
7	Търговски центрове	36.25	4.22	4.93	4.53	18	33,072,990	11.97
8	Регионални центрове	45.01	6.05	12.52	3.91	9	37,252,322	13.49
9	Бърза закуска	32.87	2.23	4.56	4.97	6	6,053,799	2.19
10	Жилища	32.71	6.47	5.67	4.71	26	45,277,962	16.39
11	Апартаменти	34.71	6.54	5.92	4.75	21	42,942,307	15.55
12	Къщи	6.40	5.18	1.77	3.94	5	2,335,655	0.85
13	Диверсифицирани	32.42	3.34	5.86	4.88	14	18,698,069	6.77
14	Наеми/курорти	32.70	5.04	2.86	3.20	18	15,943,758	5.77
15	Здравеопазване	20.96	3.17	4.22	6.15	10	13,820,473	5.00
16	Складове	29.70	5.08	13.19	3.65	5	11,602,279	4.20
17	Специализирани (други)	26.85	4.50	5.53	4.48	7	13,960,203	5.05

Източник: NAREIT<sup>213</sup>.

<sup>213</sup> Данните се отнасят за всички REITs, които се търгуват на New York Stock Exchange, American Stock Exchange и NASDAQ National Market List. Дивидентната доходност е за месец юни, а пазарната капитализация е в хил. USD.

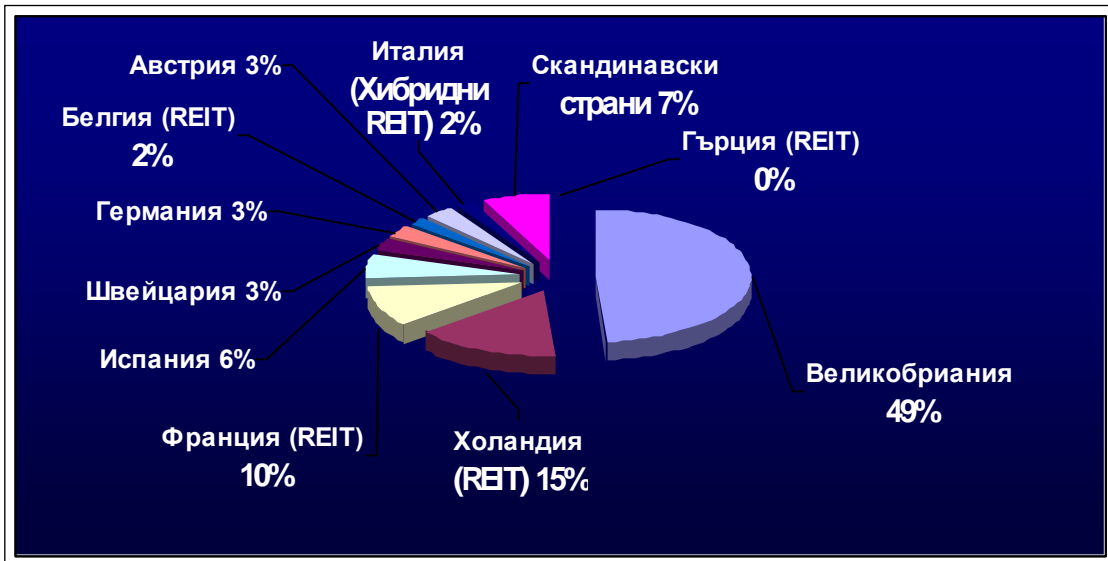
**Сравнителни характеристики на REITs с други инвестиционни фондове<sup>214</sup>**

№	Тип фонд Критерий	REIT	SICAFI	FBI	Open- end fund	APUT	UPUT	MPF
1	Възможност за борсова търговия	Да	Да	Да	Не	Да	Не	Не
2	Облагане с корпоративен данък	Не	Не	Не	Не	Да	Не	Не
3	Облагане на капиталовата печалба	Не	Не	Не	Не	Не	Не	Не
4	Изискване за разпределяне на печалбата за дивиденди	90%	80%	100%	Не	Не	Не	Не
5	Ограничения за ниво на гиринг	Не	50%	60%	50%	10%	N/a	N/a
6	Ограничения в структурата на собствениците	Да	Да	Да	Да	Не	Не	Не
7	Изисквания за структура на активите	Да	Да	Не	Да	Да	Не	Не
8	Вид инвеститори	Вся- какви	Вся- какви	Вся- какви	Вся- какви	Частни	Между- народни	Вся- какви

Източник: Lindberg, L. Property Investment Vehicles: An International Comparison. Royal Institute of Technology, Stockholm, 2002.

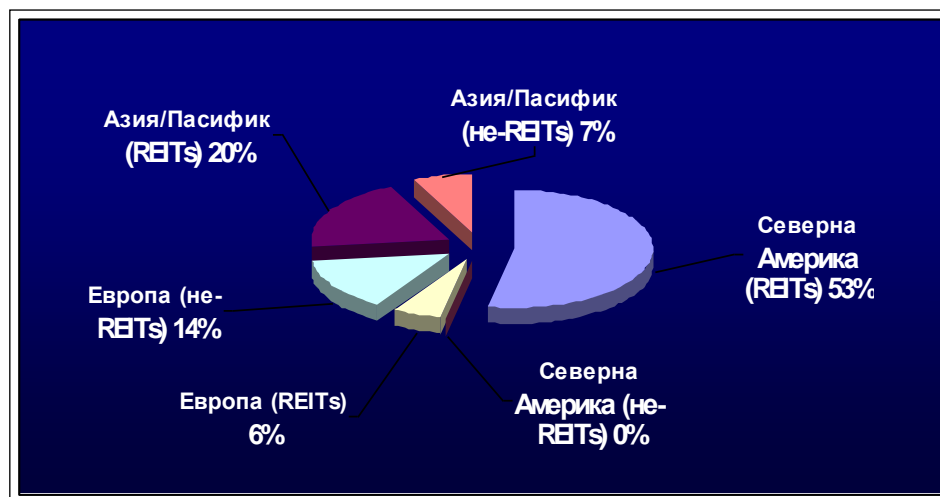
<sup>214</sup> В последните три колони са показани фондовете във Великобритания: APUT (Authorised Property Unit Trusts), UPUT (Unauthorised Property Unit Trusts), MPF (Managed Property Funds)

**Структура на пазарната капитализация на публичната недвижима собственост в Европа към 30 юни 2005 г. (общо 108 млрд. USD)**



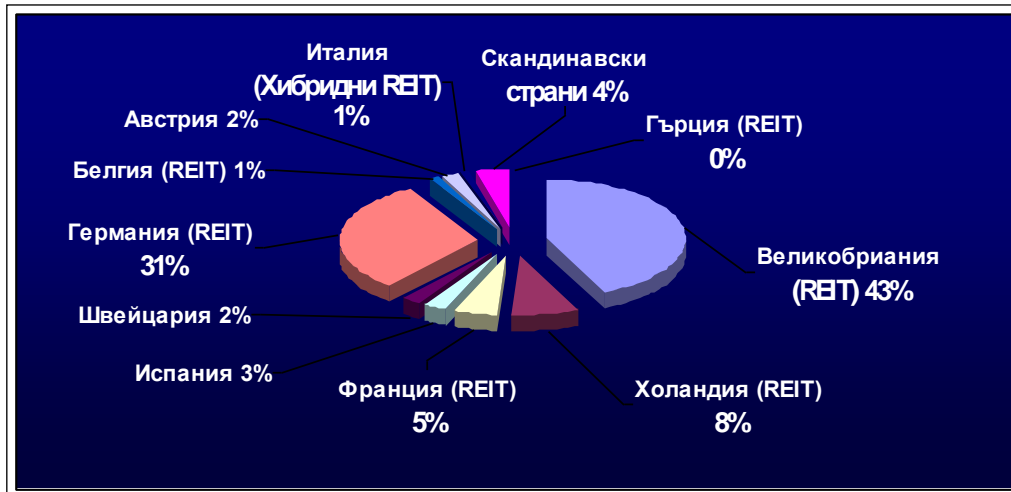
Източник: Hughes, Fr. Pan-European REIT? – A long, long road. EPRA, 2005. (FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index - 30 юни 2005 г.).

**Структура на пазарната капитализация на публичната недвижима собственост в световен мащаб към 30 юни 2005 г. (общо 565 млрд. USD)**



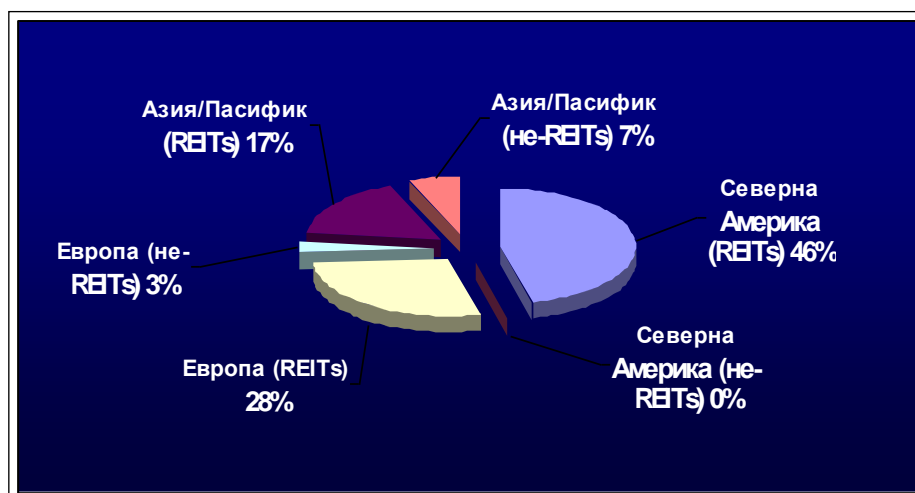
Източник: Hughes, Fr. Pan-European REIT? – A long, long road. EPRA, 2005.

**Предвиждания за структурата на пазарната капитализация на публичната недвижима собственост в Европа към 2011 г. (общо 205 млрд. USD)**



Източник: Hughes, Fr. Pan-European REIT? – A long, long road. EPRA, 2005.

**Предвиждания за структурата на пазарната капитализация на публичната недвижима собственост в световен мащаб към 2011 г. (общо 663 млрд. USD)**



Източник: Hughes, Fr. Pan-European REIT? – A long, long road. EPRA, 2005.

**Средни пазарни цени на жилищата – IV тримесечие на 2004 г.  
и I и II тримесечие на 2005 г.**

(ЛВ./КВ.М)

Областни градове	Средни цени			Индекс $\frac{\text{I трим.}}{\text{IV трим.}}$	Индекс $\frac{\text{II трим.}}{\text{I трим.}}$
	IV трим. 2004	I трим. 2005	II трим. 2005		
<b>Общо</b>	<b>633.1</b>	<b>700.5</b>	<b>730.5</b>	<b>110.6</b>	<b>104.3</b>
Бургас	962.0	1 069.5	1 113.0	111.2	104.1
Варна	1 083.5	1 200.5	1 198.0	110.8	99.8
Кюстендил	290.3	316.5	371.7	109.0	117.4
Пловдив	783.7	814.3	850.8	103.9	104.5
Разград	274.2	351.0	398.8	128.0	113.6
София-столица	1 094.8	1 159.5	1 188.0	105.9	102.5
София	333.8	375.2	384.8	112.4	102.6
Стара Загора	756.2	780.7	785.8	103.2	100.7

Източник: НСИ. Данните се отнасят за апартаменти в избрани областни градове с най-ниски и най-високи цени.

**Средни пазарни цени на жилищата – III и IV тримесечие на 2005 г.**

(ЛВ./КВ.М)

Областни градове	Средни цени			Индекс $\frac{\text{III трим.}}{\text{II трим.}}$	Индекс $\frac{\text{IV трим.}}{\text{III трим.}}$
	II трим. 2005	III трим. 2005	IV трим. 2005		
<b>Общо</b>	<b>730.5</b>	<b>751.5</b>	<b>769.7</b>	<b>102.9</b>	<b>102.4</b>
Бургас	1 113.0	1 142.2	1 181.5	102.6	103.4
Варна	1 198.0	1 192.0	1 201.8	99.5	100.8
Кюстендил	371.7	375.3	398.2	101.0	106.1
Пловдив	850.8	905.3	881.0	106.4	97.3
Разград	398.8	474.2	502.5	118.9	106.0
София-столица	1 188.0	1 256.8	1 285.2	105.8	102.3
София	384.8	384.5	404.0	99.9	105.1
Стара Загора	785.8	769.3	766.7	97.9	99.7

Източник: НСИ. Данните се отнасят за апартаменти в избрани областни градове с най-ниски и най-високи цени.

## Средни годишни пазарни цени на жилищата за 2004 и 2005 г.

(лв./кв.м)

Областни градове	Средни цени		Индекс $\frac{2005}{2004}$
	2004 г.	2005 г.	
<b>Общо</b>	<b>540.5</b>	<b>738.0</b>	<b>136.6</b>
Бургас	770.6	1 126.5	146.2
Варна	954.2	1 198.1	125.6
Враца	249.7	464.8	186.1
Кърджали	501.9	623.0	124.1
Кюстендил	236.7	365.4	154.4
Пловдив	626.9	862.9	137.6
Разград	256.4	431.6	168.4
Силистра	239.0	406.5	170.1
София-град	1 017.1	1 222.4	120.2
София-окръг	289.3	387.1	133.8
Стара Загора	662.3	775.6	117.1
Ямбол	298.3	513.6	172.1

Източник: НСИ. Данните се отнасят за цени на апартаменти в областните градове.

<sup>215</sup> Данните за всички областни центрове са посочени в приложение 1.

## Средни пазарни цени на жилищата за I тримесечие на 2006 г.

(ЛВ./КВ.М)

Областни градове	Средни цени		Индекс
	IV трим. 2005	I трим. 2006	I трим. 2006 IV трим. 2005
<b>Общо</b>	<b>769.7</b>	<b>806.1</b>	<b>104.7</b>
Благоевград	731.2	766.8	104.9
Бургас	1 181.5	1 198.3	101.4
Варна	1 201.8	1 237.8	103.0
Велико Търново	725.7	768.5	105.9
Видин	363.2	550.3	151.5
Враца	559.7	588.3	105.1
Габрово	531.7	550.0	103.4
Кърджали	582.2	635.3	109.1
Кюстендил	398.2	433.7	108.9
Ловеч	420.5	502.6	119.5
Монтана	527.6	561.8	106.5
Пазарджик	502.2	528.5	105.2
Перник	532.5	592.2	111.2
Плевен	767.3	750.2	97.8
Пловдив	881.0	903.8	102.6
Разград	502.5	527.8	105.0
Русе	762.5	878.8	115.3
Силистра	417.5	431.2	103.3
Сливен	639.7	635.2	99.3
Смолян	542.2	620.6	114.5
София-столица	1 285.2	1 313.7	102.2
София	404.0	407.0	100.7
Стара Загора	766.7	836.5	109.1
Добрич	521.3	551.7	105.8
Търговище	529.3	512.2	96.8
Хасково	647.7	693.3	107.1
Шумен	620.3	648.5	104.5
Ямбол	549.3	554.7	101.0

Източник: НСИ. Данните се отнасят за цени на апартаменти в областните градове.

**Основни индикатори на пазара на висококачествени офис площи  
в някои столици от ЦИЕ през първата половина на 2005 г.**

Пазар	Вакантност (%)	Наем на месец (евро/кв.м)	Доходност (%)	Цена (евро/кв.м)
Белград	6	16-24	10.5-12	п.а.
Букурещ	4	18	9.5	1500-2000
Будапеща	13	14.5-15	7.5	2500
Истанбул	10	18	10	2000-2500
Москва	2	51-61	12-12.5	3200-4000
Прага	15.5	16.5-19	6.5-7	3300-3800
София	13	14.5	9.5-11	1000-1300
Варшава	14	18	7	2500-3500

Източник: Sofia Office Market First Half of 2005. COLLIERS International Bulgaria, 2005.

**Основни индикатори на пазара на висококачествени офис площи  
в някои столици от ЦИЕ в края на декември 2004 г.**

Пазар	Вакантност (%)	Наем на месец (евро/кв.м)	Доходност (%)	Цена (евро/кв.м)
Белград	7	19	11.5-13.5	п.а.
Букурещ	4	19	10-11	2000
Будапеща	22	16	8	2500
Истанбул	10	12	10	1400
Москва	5	33.5	13	3300
Прага	18	17.5	8	3500
София	18.5	12	10-12	1000-1200
Варшава	12	18	8-10.5	2500-3500

Източник: Sofia Office Market 2nd Half of 2004. COLLIERS International Bulgaria, 2005.

**Основни индикатори на пазара на висококачествени офис площи  
в някои столици от ЦИЕ през първата половина на 2004 г.**

Пазар	Вакантност (%)	Наем на месец (евро/кв.м)	Доходност (%)	Цена (евро/кв.м)
Белград	13	22	13-15	2000
Букурещ	13.3	16	11.5	2000
Будапеща	20	13	9	1200
Истанбул	13	13	10	1700
Москва	6.8	37	13	4000
Прага	12	17.5	8	2650
София	21.3	12	12-14	1000
Варшава	18.7	19	8.5	2600

Източник: Office Half Year Report 1/2004. COLLIERS International Bulgaria, 2004.

**Основни данни за лицензираните към юли 2005 г. ДСИЦ  
за недвижими имоти в България**

№	Наименование	Дата на решение на КФН	Седалище и адрес на управление	Учредители
1	“Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ	09.01.2004	София, ул. “Дунав” 5, тел. 937 50 67	“Балканска консултантска компания” ООД – 50% ЗПАД “Булстрад” – 49.8%
2	“БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ	13.10.2004	София, ул. “Вискяр планина” 19, тел. 962 53 98	Развитие Индустрия холдинг – 30%; Петко Димитров – 15%; Георги Василев (изп. директор) – 5%; други ФЛ
3	“Колос-1” АДСИЦ	17.11.2004	София, ул. “Лавеле” 16, тел. 962 05 36	“Ви Веста Холдинг” ЕАД – 74.4% “Перла” АД, Нова Загора – 25.6%
4	“И Ар Джи Капитал-1” АДСИЦ	22.12.2004	София, ул. “Шипка” 3, тел. 9658 211	Българо-американски инвестиционен фонд – 70% Франк Луис Бауър – 8.5% - остава и акционер Майкъл Дейвид Хънсбъргър – 8.5%
5	“Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ	23.03.2005	София, ул. “Шипка” 28, тел. 944 66 73	ИД “Надежда” АД – 40% други
6	“Актив Пропъртис” АДСИЦ	20.04.2005	Пловдив, ул. “Нестор Абаджиев” 37, ет.2, тел. 032/ 604 700	“ПТ Холдинг” АД, Пловдив – 65% ИД “Адванс Инвест” АД – 30%
7	“Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ	01.06.2005	София, ул. “Кузман Шапкарев” 4, тел. 980 20 98	“Елана Холдинг” АД – 70% „Взаимно-застрахователна кооперация Добрудажа-М-Живот” АД – 20% Здравноосигурително дружество “Планета“ – 10%
8	“Парк” АДСИЦ	15.06.2005	София, бул. “Граф Игнатиев” 26, тел. 986 11 19	“РХЛ” АД, Пловдив – 30% “Бета Корп” АД, София – 12.10%; “Витазон” ООД, София – 10%; “Загора Инвест” ООД, Стара Загора – 20%; “Контракт Ко” ЕООД, Стара загора – 5.9% Георги Илиев Илиев -8.5%
9	“Адванс Терафонд” АДСИЦ	14.07.2005	София, бул. “Христо Ботев” 57, тел. 980 04 86	“Карол Стандарт” ЕООД, София – 70% ИД “Адванс Инвест” АД – 30%

Източник: КФН. ЕРиК; БФБ – София. Проспекти на съответните дружества.

**Данни за банката депозитар, инвестиционния посредник и правните консултанти на ДСИЦ за недвижими имоти в България, лицензирани към юли 2005 г.**

№	Наименование	Банка депозитар	Инвестиционен посредник	Правен консултант
1	“Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ	“Райфайзенбанк (България)” ЕАД	“Ти Би Ай Инвест” ЕАД и “Балканска Консултантска Компания-ИП” АД	“Димитров, Чомпалов и Тодорова” ООД, София
2	“БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ	“Райфайзенбанк (България)” ЕАД	“БенчМарк Финанс”, София	Адвокатско дружество „Точева и Мандажиева”, София
3	“Колос-1” АДСИЦ	ТБ “Алианц България” АД	“Авал Ин” АД, София	“Георгиев, Тодоров и Ко”, София
4	“И Ар Джи Капитал-1” АДСИЦ	“Обединена българска банка” АД	“Българо-американска кредитна банка” АД	Адвокат Силвия Кирилова
5	“Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ	“Банка ДСК” АД	“Първа финансова брокерска къща”, София	“Димитров, Чомпалов и Тодорова” ООД, София
6	“Актив Пропъртис” АДСИЦ	“Райфайзенбанк (България)” ЕАД	ФК “Карол” АД, София	“Димитров, Чомпалов и Тодорова” ООД, София
7	“Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ	“Булбанк” АД	“Елана трейдинг” АД, София	“Димитров, Чомпалов и Тодорова” ООД, София
8	“Парк” АДСИЦ	“СИБАНК” АД	“Бета Корп” АД, София	“Димитров, Чомпалов и Тодорова” ООД, София
9	“Адванс Терафонд” АДСИЦ	“Обединена българска банка” АД	ФК “Карол” АД, София	Борислав Петков

Източник: КФН. ЕРиК; БФБ – София. Проспекти на съответните дружества.

## Данни за капитала на ДСИЦ за недвижими имоти в България

№	Наименование	Първоначална емисия	Последващи емисии	Съотношение между външни източници, основен капитал и общ капитал	Капитал към 31.12.2005
1	“Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ	150 000	1 000 000 32 000 000	Достигане на основен капитал от 150 млн. Съотношение - 3:1 или общ капитал 600 млн.	15 225 383
2	“БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ	150 000	7 150 000	N/a	7 800 000
3	“Колос-1” АДСИЦ	150 000 (не е изпълнена изцяло)	2 000 000	Достигане на основен капитал от 3 млн. Съотношение - 40:1 или общ капитал 123 млн.	603 000
4	“И Ар Джи Капитал-1” АДСИЦ	1 000 000	1 000 000	Достигане на основен капитал от 4 млн. Общ капитал N/a	3 000 000
5	“Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ	150 000	10 000 000	Достигане на основен капитал от 50 лв. Съотношение - 2:1 или общ капитал 150 млн.	20 150 000
6	“Актив Пропъртис” АДСИЦ	150 000	1 500 000 17 850 000	Достигане на основен капитал от 20 млн. Съотношение - 5:1 или общ капитал 120 млн.	650 000
7	“Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ	2 000 000	5 000 000 5 000 000	Достигане на основен капитал от 12 500 000 лв. Съотношение - 3:1 или общ капитал 48 млн.	19 932 000
8	“Парк” АДСИЦ	150 000	4 350 000	Достигане на основен капитал от 5 млн. Съотношение - 3:1 или общ капитал 20 млн.	650 000
9	“Аванс Терафонд” АДСИЦ	150 000	10 400 000	Достигане на основен капитал от 50 млн. Съотношение - 2:1 или общ капитал 150 млн.	11 050 000

Източник: КФН. ЕРиК; БФБ – София (проспекти на съответните дружества); <http://investor.bg>. Всички ДСИЦ са учредени с минимално изискуемия по закон капитал от 500 000 лв. с изключение на “И Ар Джи Капитал-1” АДСИЦ, което е учредено с капитал от 2 000 000 лв.

**Основни акционери към февруари 2006 г. в ДСИЦ  
за недвижими имоти в България**

№	Наименование	Основни акционери
1	“Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ	ИД “Адванс Инвест” АД – 8.49%; ЛОУТЪН ВЕНЧЪРС ЛЛС - 29.39%; “Балканска консултантска компания” ООД – 11.63%; VTEILINUNGS - 42.23%; ЗПАД “Булстрад” – 9.38%; УНИВЕРСАЛЕН ПЕНСИОНЕН ФОНД ДОВЕРИЕ АД – 7.00 %; ПРОФЕСИОНАЛЕН ПЕНСИОНЕН ФОНД ДОВЕРИЕ – 5.22%; 2 ФЗ с над 5% участие
2	“БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ	6 ФЛ притежават общо над 51% от капитала
3	“Колос-1” АДСИЦ	“Ви Веста Холдинг” ЕАД – 63.34%
4	“И Ар Джи Капитал-1” АДСИЦ	Българо-американски инвестиционен фонд – 55.03% Задължителен професионален пенсионен фонд "Алианс България" – 5.00% Доброволен пенсионен фонд "Алианс България" – 5.00% РАЙФАЙЗЕНБАНК /БЪЛГАРИЯ/ ЕАД – 6.78%
5	“Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ	Хансапанк – Естония 44.52%; Хансранк клиентс – Естония 19.35%; Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ)-Sweden 5.43%
6	“Актив Пропъртис” АДСИЦ	“ПТ Холдинг” АД, Пловдив – 22.22%; София Франс Ауто АД-София 28.40%; АНДИ Л ЕООД – 2.81%; 1 ФЛ с 5.03%
7	“Елана фонд за земеделска земя” АДСИЦ	QVT Fund LP-Кайманови острови 26.21%; Елана холдинг; Взаимозастрахователна кооперация "Добруджа-М-Живот"; Здравноосигурително дружество – Планета
8	“Парк” АДСИЦ	Феърплей Интернешънъл АД 15.32%; РЛХ 23.08%; Загора инвест 12.31%; Мартин Заимов 3%; Булброкърс финанси – ЕООД 9.62%; Визатон 12.54%
9	“Адванс Терафонд” АДСИЦ	АДВАНС ИНВЕСТ АД – 23.08%; "КАРОЛ СТАНДАРТ" ЕООД – 16.94%; "Лукойл Гарант-България-УПФ" – 5.00%; "Лукойл Гарант-България-ППФ" – 5.00%

Източник: КФН. ЕРиК. <http://investor.bg>.

## Структура на инвестиционните програми на ДСИЦ в България

№	ДСИЦ	Инвестиционна програма	
1	“Прайм Пропърти БГ” АДСИЦ	Жилищни имоти и хотели	до 50% от активите
		Офиси	до 50% от активите
		Търговски имоти	до 50% от активите
		Индустриални имоти	до 20% от активите
		Хотели	до 50% от активите
		Парцели (регулирани или нерегулирани)	до 20% от активите
		Земеделски земи	до 30% от активите
		Покупка на имот за обратно отдаване под наем на продавача	до 30% от активите
2	“БенчМарк Фонд Имоти” АДСИЦ	Жилищни имоти	до 35% от активите
		Бизнес (офиси) и търговски имоти	до 55% от активите
		Хотели	до 45% от активите
		Спортни и развлекателни имоти	до 10% от активите
		Земеделски земи	до 10% от активите
3	“Колос-1” АДСИЦ	Офиси (бизнес центрове) и жилищно строителство	75% от активите
		Вещни права за собственост и строителство	10% от активите
		Земеделски земи	5% от активите
		ДЦК, банкови депозити и обсл. дружества	10% от активите
4	“И Ар Джи Капитал-1” АДСИЦ	Търговски и офис имоти	до 100% от активите
5	“Фонд за недвижими имоти България” АДСИЦ	Жилищни имоти	до 50% от активите
		Офиси	до 70% от активите
		Търговски имоти	до 70% от активите
		Индустриални имоти	до 50% от активите
		Парцели	до 90% от активите
		Земеделски земи	до 90% от активите
6	“Актив Пропъртис” АДСИЦ	Жилищни имоти	до 90% от активите
		Офиси	до 90% от активите
		Търговски имоти	до 90% от активите
		Индустриални имоти	до 90% от активите
		Хотели	до 90% от активите
		Парцели (регулирани или нерегулирани)	до 50% от активите
		Земеделски земи и гори	до 50% от активите
7	“Елана фонд за земеделска	Земеделски земи	до 100% от активите

№	ДСИЦ	Инвестиционна програма	
	земя” АДСИЦ		
8	“Парк” АДСИЦ	Жилищни имоти	до 90% от активите
		Офиси	до 50% от активите
		Търговски имоти	до 50% от активите
		Индустриални имоти	до 40% от активите
		Парцели	до 70% от активите
		Земеделски земи	до 70% от активите
9	“Адванс Терафонд” АДСИЦ	Жилищни, офис, търговски, индустриални и други сгради	до 50% от активите
		Земеделски земи	до 90% от активите

Източник: Проспекти на ДСИЦ.

**Проект на Закон за изменение и допълнение на Закона за публично предлагане на ценни книжа и свързани с него закони**

**ЗАКОН**  
**за допълнение на Закона за публично предлагане на ценни книжа**  
(ДВ, бр.114 от 1999 г., посл. изм., ДВ, бр. 34 от 2006 г.)

§ 1. В чл. 99 се създават нови алинеи 5, 6 и 7:

“(5) В едномесечен срок от предоставянето на годишните и тримесечните финансови отчети фондовата борса оповестява рангове на публичните дружества по сектори съгласно Националния класификатор на икономическите дейности.

(6) Ранговете се изготвят на базата на обобщаващ показател за финансово състояние, като включват и ранг на съответния сектор и икономиката като цяло. Оповестяват се и съответните стойности на обобщаващите показатели.

(7) Редът, условията и методиката за изчисляване на обобщаващите показатели за финансово състояние се определят в наредба на Комисията за финансов надзор. С наредбата се определят и показателите, формиращи обобщаващите показатели, както и допълнителните данни, които дружествата следва да представят за тяхното изчисляване.”

**Преходни и заключителни разпоредби**

§ 2. В чл. 24, ал. 1 от Закона за статистиката (обн. ДВ, бр. 57 от 1999 г., посл. изм. бр., 88 от 2005 г. ) след думите “Българската народна банка” се добавя “Комисията за финансов надзор”

§ 3. В чл. 12, ал. 2 от Закона за насърчаване на инвестициите (обн., ДВ, бр. 97 от 1997 г., посл. изм., ДВ, бр. 34 от 2006 г.) думите “дружества със специална инвестиционна цел” се заличават.

§ 4. (1) Комисията за финансов надзор приема наредбата по този закон в двумесечен срок от влизане на закона в сила.

(2) Първите обобщаващи показатели се изчисляват и оповестяват в двумесечен срок след приемане на наредбата.

Законът влиза в сила от деня на обнародването му в Държавен вестник.

**Мотиви**

**към Закона за изменение и допълнение на ЗППЦК**

Фондовата борса е организиран пазар на ценни книжа, на който се извършват финансови инвестиции. Индивидуалните и институционални инвеститори купуват и продават ценни книжа на публичните дружества, в т.ч. на ДСИЦ, защото очакват (реализират) определена възвръщаемост. Техните инвестиционни решения се базират на технически и фундаментален анализ на ценните книжа. Между очакваната възвръщаемост и финансовото състояние на съответното предприятие съществува връзка и колкото по-добро е финансовото състояние - толкова по-висока е очакваната възвръщаемост, и обратно. Следователно инвеститорите ще предпочетат ценните книжа на публичните дружества с най-добро финансово състояние. Обобщаващият

---

<sup>216</sup> Разработено от автора.

показател доразвива фундаменталния анализ и е по същество комплексен, интегрален фундаментален анализ. Обобщаващият показател ще ориентира по-добре инвеститорите и ще оптимизира инвестиционните им решения. Той ще бъде особено полезен за масовия индивидуален непрофесионален инвеститор, тъй като той разполага с по-малки възможности и знания за качествена оценка на ценните книжа. С други думи – обобщаващият показател ще засили интереса към ценните книжа и ще способства за повече сключени сделки, за инвестиране в недвижима собственост, и за повече инвестиции като цяло в икономиката.

Въвеждането на обобщаващи показатели по отделни отрасли на фондовата борса не е свързано с никакви информационни или технически трудности. Във фондовата борса периодично постъпват ГФО на публичните дружества, въз основа на които може да се изчислява обобщаващ показател. Фондовата борса разполага и със съответните технически възможности за изчисляване и оповестяване на обобщаващите показатели. В съответствие с постъпващите ГФО изчисляването и оповестяването на обобщаващия показател ще става на всяко тримесечие.

Редът и методиката за изчисляване на обобщаващи показатели ще бъдат определени със специална наредба на Комисията за финансов надзор. Софтуерният продукт не е труден за разработване и може да се възложи на специализирана в тази област фирма.

Поради горепосочените съображения и в съответствие с действащото законодателство се предлагат допълнения на ЗППЦК, с които използването на обобщаващи показатели за финансовото състояние ще стане реалност на фондовата борса. Това от своя страна ще създаде предпоставки за по-ефективно функциониране на капиталовия пазар и за развитието на секюритизацията на недвижима собственост.

Председател на МС: