



**СОФИЙСКИ УНИВЕРСИТЕТ „СВ. КЛИМЕНТ ОХРИДСКИ“
ЮРИДИЧЕСКИ ФАКУЛТЕТ
КАТЕДРА „ГРАЖДАНСКОПРАВНИ НАУКИ“**

ДРУЖЕСТВА СЪС СПЕЦИАЛНА ИНВЕСТИЦИОННА ЦЕЛ

АВТОРЕФЕРАТ

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“

Виктор Димитров Токушев
докторант на самостоятелна подготовка в катедра „Гражданскоправни
науки“ на ЮФ на СУ „Св. Климент Охридски“

София, 2012

ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Актуалност на проблема

Степента на развитие на всяка правна система се определя от вида и броя на правните институти, възприети и уредени от нея, защото те са израз на възможностите, които адресатите на правните норми имат. Българското търговско право претърпя бурно развитие през последните двадесет години, от приемането на новия Търговски закон до днес, като от една страна бяха възстановени много от институтите, познати до средата на миналия век, а от друга – се извърши масирана хармонизация на законодателството ни с достиженията на Европейския съюз. В този период се наблюдаваше и съществено изменение в икономическата среда, характеризиращо се с изграждането на нови финансови и бизнес отношения, с търсенето на нови форми, чрез които да бъде насърчена реалната икономика и капиталовият пазар. Един от относително най-новите и модерни институти, представляващи израз както на модернизацията на българското право, така и на желанието за стимулиране на пазарните отношения, са дружествата със специална инвестиционна цел, създадени въз основа на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел („ЗДСИЦ“).

Настоящото изследване си поставя за цел да предложи пълен анализ на правния режим на тези дружества, доколкото такъв липсва към този момент в юридическата ни книжнина. Направен е опит да се анализира генезисът на концепцията за дружества със специално предназначение и правно-политическите предпоставки за реализирането ѝ в България. Предмет на разглеждане са също и сравнителноправните образци, използвани при създаването на българските дружества със специална инвестиционна цел, като основният акцент е поставен върху анализа на американския модел, доколкото той е водещ при създаването на такива структури в целия свят. Извършен е позитивноправен анализ на изискванията на закона, за учредяването и лицензирането на дружествата със специална инвестиционна цел, и на специалните правила относно функционирането им като стопански субекти, както и на възможностите за тяхното преобразуване и прекратяване. Изследвани са основните въпроси, свързани с функционирането на дружествата, отношенията им със задължителните партньори (обслужващи дружества, банка-депозитар и оценители) включително и възможностите за финансиране и извършване на инвестиции.

За актуалността на анализираните проблеми допринася и възможността при изследването да се съобразят както въпросите, които съществуват при възходящия пазар на недвижими имоти, така и тези, които възникват след световната финансова и икономическа криза, засегнала и българските дружества.

Цел и задачи на изследването

Целта на дисертационния труд е да се направи цялостен анализ на правния режим на дружествата със специална инвестиционна цел. За осъществяване на поставената цел в дисертацията са поставени следните научни задачи:

1. Анализ на предпоставките за създаване на регламентация на дружествата със специална инвестиционна цел в България, както и на сравнителноправните образци, повлияли на българския закон;
2. Извеждане на понятие за дружество със специална инвестиционна цел въз основа на правните му белези като акционерно дружество, публично дружество и предприятие за колективно инвестиране.
3. Систематизиране и анализ на изискванията към учредяването на дружеството.
4. Анализ на ролята и необходимостта от предвидения лицензионен режим.
5. Изследване на въпросите за отношенията на дружеството със задължителните му партньори (банка-депозитар, обслужващи дружества и оценители).
6. Анализ на сделките, сключвани от дружества със специална инвестиционна цел, както и на възможностите им за финансиране и инвестиране на набраните средства.
7. Анализ на изискванията за разпределяне на дивидент и свързаният с това данъчен режим.

Методология на изследването

В хода на цялото изследване са използвани систематичният и сравнителният метод на анализ, като основна цел при изясняването на всеки един от поставените въпроси е било да се разкрие как правният режим на тези дружества се съотнася към другите сходни дружествени форми в България и към световните образци. При

разглеждането на поставените теоретични въпроси е търсено практическото им измерение като е отчитана както практиката на регулаторния орган - Комисията за финансов надзор, така и възникналите конкретни казуси, свързани с дейността на реално функциониращите дружества със специална инвестиционна цел.

КРАТКО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Глава I – Правна същност на дружествата със специална инвестиционна цел

1. Възникване и развитие на концепцията за дружества със специално предназначение

В тази част от дисертационния труд е направен исторически и сравнително-правен анализ на концепцията за дружествата със специално предназначение („special purpose vehicles”), тъй като дружествата със специална инвестиционна цел (“ДСИЦ”) са именно такъв вид дружества. Обособени са и посочени основните цели, които налагат възникването и регулирането на подобни структури:

Първо, с оглед обособяването на активи – дружество майка прехвърля определен актив или тип активи в дружество със специално предназначение.

Второ, поради споделяне на риска от даден проект или тип активи. Дружеството отделя една своя високорискова дейност или проект в отделна компания и дава възможност на външни инвеститори да участват в него, за да споделят риска и финансирането му.

Трето, с цел по-лесно прехвърляне на даден бизнес. За извършването на редица специфични дейности са необходими лицензи и разрешения, които не са прехвърлими или са изключително трудно прехвърлими на трети лица. За да се избегнат тези затруднения се създава дружество със специално предназначение, което получава разрешенията и впоследствие се прехвърля дялово участие в дружеството, а не лицензите му.

Четвърто, по причини, свързани с конкуренцията. Когато две или повече технологични компании решат да обединят усилията си в разработване на нов продукт, което ще е свързано с получаването на патенти, те често прибегват до създаването на дружество със специално предназначение, което да бъде титуляр на патентите, като по този начин избягват както споровете помежду си, така и със свои конкуренти.

Пето, на основания, свързани с приложимото право за дадено дружество. Когато дадена държава определя националността на търговските дружества според юрисдикцията, в която са регистрирани (както е по българското право), а не според националността на собствениците, създаването на дружество със специално предназначение, регистрирано в тази юрисдикция, помага за преодоляването на някои законови ограничения.

Шесто, по данъчни причини. Съгласно данъчните законодателства на повечето модерни държави прехвърлянето на недвижими имоти се облага с данък (какъвто е местният данък у нас), а прехвърлянето на дялове или акции не се облага или се облага само ако е свързано с печалба от сделката. С оглед на това е възможно създаването на дружества със специално предназначение, чиято основна цел е да притежават един определен имот, който ще бъде предмет на продажба и вместо да се прехвърля имотът, да се прехвърли дружеството като се постигне данъчно оптимизиране.

Седмо, с цел манипулиране на финансовите отчети на дадена компания. Най-типичния пример в тази насока е фалитът на Enron в САЩ, който става нарицателен за безконтролното използване на дружествата със специално предназначение с цел отписване на неатрактивни активи от баланса на компанията и генериране на доходи от нетипични източници, т. нар „финансово инженерство”.

Последно, но с най-голямо практическо значение, е използването на дружества със специално предназначение в различни форми на структурно финансиране или иначе казано ползването им в процеса на секюритизация. Чрез тези дружества паричните потоци, възникващи от определен актив или дълг (наречени „вземания”), се трансформират в регулярни плащания по ценните книги, издадени от тях и придобити от инвеститори (известни като „ценни книги, гарантирани с активи”)

2. Изработване и приемане на българския Закон за дружествата със специална инвестиционна цел

В втората част от изследването е разгледано възприемането на концепцията за дружества със специално предназначение в българското законодателство. На първо място са изследвани законодателните предпоставки за приемане на специално законодателство в България. Като такива са посочени Законът за ипотечните облигации, представляващ първи опит за установяване на схема за секюритизация в България и промените в Закона за публично предлагане на ценни книжа от 2002 г., чрез

които съществено се реформира уредбата на публичните дружества , като се въвеждат редица, установени от световната практика правила относно функционирането им, имащи за цел гарантиране на правата на миноритарните акционери в тях.

Основният акцент в тази част от дисертационния труд е свързан с изработването и приемането на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел, защото той не е от законите усвоени в нашето право във връзка с присъединяването ни към Европейския съюз, а не е и пряко заимстван от определен чуждестранен образец. Анализирани са мотивите на вносителите, основните моменти от обсъждането му в пленарната зала на народното събрание, както и становищата, дадени по проектозакона, от народни представители и от значими неправителствени организации. Разглеждането на законодателния процес има за цел да маркира основните проблеми, пред които ще се изправи правоприлагането след приемането на закона, защото те са били предмет на обсъждания още при създаването на законовия текст.

На последно място са разгледани и промените в закона след приемането му, като е акцентирано на нетипичната за българската правна действителност липса на съществени изменения, на фона на множеството съществуващи идеи и предложения за промени.

3. Законодателни модели, повлияли създаването на българския закон и сравнително правни образци

При разглеждането на законодателните образци, повлияли българския закон е отчетена особеността, че в него са уредени два типа ДСИЦ – инвестиращи в недвижими имоти и инвестиращи във вземания, което не е обичайно в световната практика и поради това са анализирани законодателни модели и в двете насоки. Основно внимание е отделено на регламентацията на американските тръстове за инвестиции в недвижими имоти (Real Estate Investment Trusts – REITs), защото те са не само първия модел в световната практика, но са и образецът, който е повлиял в по-малка или в по-голяма степен на създаването на подобни дружества навсякъде по света. Американските тръстове са анализирани не като статичен модел, а в динамиката на тяхното развитие. Направен е опит чрез промените в тяхната регулация да се открият основните насоки за развитието на института в България.

Освен американския модел, предмет на анализ са и основните европейски законодателства – на Франция, Германия и Великобритания. Целта на изследването им

е била да се посочи не доколко те са повлияли на създаването на българския закон, тъй като те възникват успоредно или след ЗДСИЦ, а по-скоро да се отчете как те интерпретират образецът на REITs и да се направи паралел с регламентацията им в България. Самостоятелно внимание е обърнато и на моделите на дружества за инвестиране във вземания и по специално на Законът за секюритизацията на Люксембург от 2004 г.

В заключение е направена съпоставка между уредените в България ДСИЦ и световните практики при създаването на дружества за секюритизация и в резултат на сравнителния анализ са изведени някои основни прилики и разлики. Като прилики се посочва, че навсякъде по света при тези дружества е изключено двойното данъчно облагане на дейността им, на ниво дружество и на ниво дивидент и е предвидено задължение за значително разпределяне на дивиденди, както и че навсякъде с изключение на САЩ е предвидено това да са публични дружества. Най-съществената разлика е, че в повечето законодателства по американски образец придобиването на качество REIT е свързано с избор на данъчен режим и/или спазване на специфични законови изисквания, доколкото в България ДСИЦ е самостоятелна правно-организационна форма със своите особености. Друга разлика от голямо значение е, че за българските дружества не съществува изискване за дългосрочност на инвестициите в недвижими имоти или във вземания, а е допустимо генериране на приходи дори от спекулативни покупки и продажби.

4. Приложим закон относно ДСИЦ

Преминавайки от световните образци към особеностите на българските дружества е обърнато самостоятелно внимание на приложимия закон за ДСИЦ. Отчетено, че ДСИЦ е специален закон, който съдържа норми създаващи първична уредба на нови институти, но и множество разпоредби, които могат да бъдат разглеждани като „надстройка” на вече уредени правни фигури. Подробно е разгледано съотношението между ЗДСИЦ и ЗППЦК и ТЗ, като в резултат на анализа е формулиран изводът, че пряко приложение към ДСИЦ имат само онези разпоредби от ТЗ, към които е налице директно препращане, а за останалите въпроси по-скоро следва да се приложат разпоредбите на ЗППЦК и едва ако те препращат на свой ред към ТЗ изрично, може да се стигне до неговото прилагане.

5. Правна същност на ДСИЦ

Тази част от изследването е посветена на същностния анализ на правната характеристика на дружествата със специална инвестиционна цел. С оглед на изчерпателност те са разгледани от три гледни точки – като акционерни дружества, като публични дружества и като предприятие за колективно инвестиране.

От гледна точка на характеризиранието на ДСИЦ като акционерни дружества е акцентирано на техните особености с оглед на предмета на дейност и ценните книги, които издават. Във връзка с изясняването на предмета им на дейност е направен опит за пълен анализ на понятието за секюритизация в икономически аспект, но най-вече с оглед на юридическите му характеристики. Разгледани са видовете секюритизация и кои от тях са уредени у нас (единствено конвенционална секюритизация), както и активите, които могат да бъдат секюритизирани. С оглед на ценните книги, които ДСИЦ могат да издават е направена съпоставка със световната практика и е обоснован изводът, че за разлика от отвърдения модел на издаване на дългови ценни книги, българските дружества могат да се финансират и чрез издаване на акции и на облигации.

При разглеждането на ДСИЦ като публични дружества е анализирано, задължението им за първоначално увеличаване на капитала, което ги превръща в единствените дружества в българската правна действителност, за които придобиването на публично качество е не възможност, а задължение.

Направена е и подробна съпоставка между ДСИЦ и съществуващите през последните години форми на инвестиционни дружества – колективните инвестиционни схеми и инвестиционните дружества от затворен тип, в резултат на която се налага изводът, че най-близкият нормативен аналог на ДСИЦ са инвестиционните дружества от затворен тип. Разликата между двете форми е основно в актива, в който те инвестират публично набраните средства. Въз основа на този извод е изведено и заключението, че ДСИЦ могат да бъдат определени като специфичен вид предприятия за колективно инвестиране.

Като резултат от направения анализ е формирано и понятието за ДСИЦ – те са публични акционерни дружества, които функционират на принципите на предприятия за колективно инвестиране. Те са задължени да разпределят като дивидент поне 90 % от печалбата си и не подлежат на облагане с корпоративен данък. Тази правна характеристика дава и отговор на въпроса, поставен в т. 4, кои са приложимите към

ДСИЦ разпоредби. До лицензирането на ДСИЦ, за тях се прилагат правилата на ТЗ относно акционерните дружества и специалните правила на ЗДСИЦ. След получаването на лиценз за ДСИЦ започват да се прилагат правилата за публични дружества по ЗППЦК и продължават да действат специалните правила на ЗДСИЦ. На този етап от съществуването на дружеството приложението на ТЗ е възможно само и единствено доколкото ЗППЦК или ЗДСИЦ препращат към него. И преди и след лицензирането за ДСИЦ не се прилагат правилата за колективните инвестиционни схеми и инвестиционните дружества от затворен тип по ЗДКИЗДПКЕ с изключение на нормите отнасящи се до банката-депозитар.

Глава II – Учредяване, лицензиране, преобразуване и прекратяване на дружествата със специална инвестиционна цел

1. Система на възникване на дружествата със специална инвестиционна цел

В тази част на дисертационния труд е направен анализ на системата за възникване на ДСИЦ, особеностите на фактическия състав при учредяването на ДСИЦ, като и на възможностите за т.нар. производно придобиване на качеството ДСИЦ, а именно при преобразуване чрез промяна на правната форма или с промени в устава, съобразени с изискванията на ЗДСИЦ. Формирани са следните изводи: системата на учредяване на дружеството е нормативно-контролна, към която е добавен лицензионен елемент, а не е лицензионна; липсата на решение за първоначално увеличение на капитала на учредителното събрание на ДСИЦ е неотстраним порок, който следва да води до нищожност на учреденото дружество и да бъде констатиран още при вписването му в търговския регистър; българското законодателство не предвижда възможност за придобиване на качеството ДСИЦ, различен от учредяване на дружество като ДСИЦ.

2. Учредители на ДСИЦ

Тук е разгледано специалното изискване на закона при учредяването на ДСИЦ да е налице участие на институционален инвеститор. Направен е опит да бъде изведено понятие за институционален инвеститор, да бъдат дефинирани неговите специфики и определено значението на участието му в дружеството. Освен това са изследвани, възникналите в практиката проблеми за участието на институционален инвеститор в учредяването на ДСИЦ, както е разгледана и акционерната структура на дружеството след лицензирането. Относно обхвата на понятието за институционален инвеститор е

направен извод, че легалната дефиниция на §1 от ДР на ЗППЦК се нуждае от корективно тълкуване, като е направен и критичен анализ на практиката по тълкуването ѝ от страна на Комисията за финансов надзор, която е твърде консервативна и стеснителна. За акционерната структура на дружеството след лицензирането му е направено предложение de lege ferenda, че е необходимо да се придвиди минимален период и след първоначалното публично предлагане на акции на дружеството, в който институционалния инвеститор следва да запази участието си в него.

3. *Капитал и акции на ДСИЦ*

В тази част са разгледани специфичните изисквания на закона относно капитала и акциите на ДСИЦ – размер на капитала, внасяне на капитала, изисквания към вида вноски, ограничения в допустимите форми за увеличаване и намаляване на капитала, изисквания към вида акции, които ДСИЦ издават и правата по тях. Специално внимание е обърнато на въпросите, свързани с изискването вноските в капитала да бъдат извършвани само в пари и е аргументирана забраната за извършване на непарични вноски. Критично е коментирана практиката на КФН относно забраната за използване на заемни средства при учредяването на ДСИЦ, каквато забрана отсъства в закона. Направено е предложение de lege ferenda за отпадането ѝ, доколкото при ДСИЦ за разлика от други дружества във финансовия сектор не са на лице аргументи за нейното съществуване. На последно място е изтъкнато, че дори и ако се запази съществуването на подобно изискване, то трябва да бъде уредено на законово ниво, а не в административен акт.

Относно правата, които могат да реализират акциите издавани от дружеството е анализирано различието в режима на ДСИЦ и на този при публичните дружества и е направено предложение de lege ferenda за уеднаквяване на двата режима.

4. *Устав на ДСИЦ*

Предмет на анализ в настоящата част от изследването са специалните изисквания, които ЗДСИЦ предвижда към устава на дружествата. Тези изисквания могат да бъдат обособени в три групи според тяхното съдържание: срок, изисквания към инвестициите на дружеството; изисквания към разходите на дружеството и отношенията с трети лица.

Изискването за срок на дружеството е посочено самостоятелно от законодателя и при ДСИЦ има характера на задължителен реквизит за разлика от обикновените акционерни дружества, като основанията за това са както обстоятелството, че ДСИЦ най-често се създават за конкретен проект, така и че те трябва да разпределят печалбата си като дивидент и нямат възможност за реинвестирането ѝ. Анализът на практиката по прилагането на тази разпоредба обаче показва, че голяма част от дружествата не я спазват (не са предвидили срок в уставите си), което не води и до санкции от страна на КФН. На базата на този анализ е направено и предложение *de lege ferenda* за отпадането на този реквизит от устава като задължителен.

Изискванията към инвестициите на дружеството обхващат три самостоятелни реквизита: посочване на вида активи, които дружеството ще секюритизира, посочване на ограниченията във вида на вземанията или на недвижимите имоти, в които дружеството ще инвестира набраните средства и посочване на инвестиционните цели на дружеството. На основата на направения анализ на тези изисквания се прави изводът, че те са заимствани пряко от разпоредбите за инвестиционните дружества, действащи към момента на приемане на ЗДСИЦ, но няма основание за приложението им при ДСИЦ, а и не са с ясно съдържание.

Изискванията към разходите на дружеството и отношенията с трети лица обхващат: посочване на максималния размер на разходите за управление на дружеството като съотношение с активите по баланса му; правила за определяне на възнагражденията на съвета на директорите и на обслужващите дружества; както и определяне на правата и задълженията на обслужващите дружества.

Общият поглед върху изискванията към съдържанието на устава, въведени от ЗДСИЦ създават усещане за известна абдикация на законодателя от неговите регулаторни функции. Предвидено е уреждането на обстоятелства, за които може би е по-добре да бъдат регламентирани с правни норми, вместо да бъдат оставени на волята и преценката на акционерите в дружеството, най-вече относно техните промени след учредяването, които могат да се извършат с волята на незначителна част от акционерите. В случая се наблюдава съвсем различен подход от този при регламентацията на институционалния инвеститор например, тъй като при него законодателят се основава на положителните достижения на световната практика и ги е направил задължителни в нашия закон, доколкото при изискванията към устава се е

спрял отново на съществени проблеми при организирането на дейността на ДСИЦ, но е дал пълна свобода на дружествата да се саморегулират. С оглед на този анализ при промени на закона е препоръчително да се извършат корекции в тази му част, като отпаднат ненужни реквизити на устава, а другите придобият ясно съдържание.

5. Управление на ДСИЦ

В тази част от изследването, предмет на разглеждане са два въпроса – системата на управление на ДСИЦ и изискванията към членовете на съвета на директорите. Относно системата на управление, анализът е насочен към отговор на въпроса, защо законодателят е предвидил задължителна едностепенна система на управление, като аргументите за това се търсят в сравнително-правния и позитивистичния подход, които обосновават решението като правилно.

При изискванията към членовете на съвета на директорите отново е направен опит за самостоятелна класификация, което води до разпределянето им в три групи – изисквания към образователния ценз; изисквания за чисто съдебно и търговско минало и изисквания относно несъвместимостта. Акцентът на анализа е поставен в две насоки – липсата на изискване за квалификация и опит спрямо членовете на съвета, като се прави предложение *de lege ferenda* за въвеждането му и критика към изискването за несъвместимост между управляващите на ДСИЦ и управляващите на обслужващите дружества (включително забрана за родство между тях) при положение, че няма забрана акционер в ДСИЦ да бъде акционер в обслужващото дружество или дори самото обслужващо дружество. С оглед на това се прави и предложение *de lege ferenda* несъвместимостта да отпадне поне в хипотезата, когато обслужващото дружество е дъщерно на ДСИЦ.

6. Правно положение на ДСИЦ преди лицензирането

В тази част от работата се прави известно обобщение на достигнатите заключения и се формира изводът, че ДСИЦ от момента на учредяването си може да функционира като класическо АД, но при спазване на специфичните изисквания на ЗДСИЦ и без да се подчинява на изискванията на ЗППЦК, доколкото още не е получило публичен статут. На практика това означава, че преди подаването на документи за получаване на лиценз дружеството може: да извършва промени в капиталовата си структура, като обаче се запази притежаването на поне 30% от капитала от институционален инвеститор; за дружеството няма пречка да свика общо

събрание на акционерите, на което да вземе решения както за промяна в устава, така и в състава на съвета на директорите; дружеството може също така да придобие актив за секюритизация с първоначално набрания капитал. Това, което със сигурност ДСИЦ не може да прави в разглеждания период е извършване на увеличаване на капитала, защото подобно увеличаване би предхождало „първоначалното” и в този смисъл ще представлява нарушение на изискванията на закона.

7. Лицензиране на ДСИЦ

В тази част от дисертационния труд се провежда разграничение между изискванията към лицензирането на дружеството и на изискванията към проспекта за първоначално увеличаване на капитала (независимо че наличието на проспект, отговарящ на изискванията на закона, също е основание за издаване на лиценз). Изискванията към лицензирането са условно обособени в следните категории: изисквания във връзка с учредяването и капитала (размер, произход, структура на акционерното участие), изисквания във връзка със съвета на директорите и изисквания във връзка със задължителните партньори на ДСИЦ (банка-депозитар, обслужващи дружества и оценители). Изискванията относно проспекта за първоначално публично предлагане са предмет на критичен анализ основно във връзка с възможността българското законодателство да предвижда допълнителни условия към съдържанието на проспекта на емитент, който не попада в обхвата на понятието „специализирани емитенти” по смисъла на Регламент (ЕО) 809/2004, каквито са ДСИЦ за секюритизиране на вземания.

Специално внимание е обърнато на основанията за отказ за издаване на лиценз, както и за отнемане на лиценз, като е направено разграничение между двете хипотези. Критичен анализ е направен на възможността да бъде отказано издаването на лиценз при застрашаване на интересите на инвеститорите, за което е направен извода, че то не би следвало да се използва самостоятелно, а само в комбинация с друго основание.

На базата на така разгледаните въпроси на лицензирането на дружеството е направен опит да се обоснове необходимостта от лицензионен режим за ДСИЦ. Избраният от законодателя подход не може да бъде споделен, доколкото одобряването на проспекта за първоначалното увеличаване на капитала се развива паралелно с лицензионното производство. Предвид разделянето на момента на възникване на дружеството от момента на неговото лицензиране от една страна, и изискванията към

документите и условията, необходими за издаване на лиценз от друга, необходимостта от отлагане на лицензионното производство спрямо възникването на дружеството е свързана единствено с подготовката на инвестиционната стратегия на ДСИЦ и съответно на задължителното първоначално увеличаване на капитала, успехът на което зависи именно от успешното мотивиране на външни инвеститори за участие в дружеството. Поради това наличието на административен контрол върху придобиването на специалния статут на ДСИЦ е обосновано и съответстващо на целта на закона, обхвата и характера на поставените спрямо ДСИЦ изисквания единствено ако, той е свързан преимуществено с контрол върху инвестиционната стратегия (в частност представянето ѝ в пълнота и по аргументиран начин пред инвеститорите) и осигуряването на функционирането на ДСИЦ чрез задължителните му партньори. В този смисъл с одобрението на проспекта, в който, заедно с приложенията към него, е представена в детайли информация за съществените обстоятелства във връзка със структурирането на инвестиционната стратегия и основните партньори на дружеството по начин осигуряващ интересите на потенциалните инвеститори, би следвало да се получава лиценз, така че наистина да се създаде облекчение за възникването на ДСИЦ. Въз основа на това е предложена промяна de lege ferenda с цел оптимизиране на лицензионното производство.

8. *Преобразуване и прекратяване на ДСИЦ*

Преобразуването и прекратяването на ДСИЦ са процедури, за които е необходимо разрешение от КФН, т.е. съгласно разпоредбите на ЗДСИЦ, фактическият им състав е смесен, доколкото съдържа административно-правен елемент. Общият принцип на административното производство по издаване на разрешение за преобразуване или прекратяване е установен в чл. 29, ал. 2 от ЗДСИЦ – разрешение може да бъде издадено само ако са защитени интересите на инвеститорите. Законът е доста лаконичен и спрямо двете процедури, като съдържа общите положения, които ги различават от правилата, предвидени в ТЗ и ЗППЦК.

Глава III – Изисквания към дейността на ДСИЦ

1. *Функции на съвета на директорите на ДСИЦ*

В тази част от изследването са разгледани въпросите, свързани с мястото на съвета на директорите в управлението на дружеството, ограниченията на неговите правомощия и специалните задължения, които законът вменява на членовете му.

Особено внимание е отделено и е извършена съпоставка на функциите на съвета на директорите и на обслужващото дружество, за да се даде отговор на въпроса, кой реално извършва управлението на дружеството и може ли на обслужващото дружество да бъдат вменени управленски функции. На база на извършения анализ се стига до извода, че обслужващите дружества не могат да бъдат ангажирани с управление на инвестициите на ДСИЦ, в смисъл с вземането на решения в какъв актив да бъдат инвестирани набраните средства, при какъв дискант да бъдат придобити определени вземания, кога и на какъв обект да започне строителство и т.н. В практиката се срещат примери, когато ДСИЦ и по-специално членовете на съвета на директорите им ползват консултанти, които да ги съветват относно извършваните инвестиции. Тези консултанти ще имат качество обслужващо дружество, но инвестиционните решения се вземат само от съвета на директорите, а не и от обслужващото дружество.

Към ограниченията в правомощията на съвета на директорите намират приложение общите разпоредбите на чл. 236 от ТЗ и чл. 114 от ЗППЦК. При ДСИЦ е от значение особеността, че доколкото действията за които обикновено се изисква одобрение на Общото събрание на дружеството попадат в обичайната им дейност, то тези сделки могат да бъдат извършвани пряко от съвета на директорите, стига в тях да не участват заинтересовани лица.

От задълженията на съвета на директорите на ДСИЦ, които са предвидени в специалния закон на анализ са подложени: задължението за застраховане на недвижимите имоти; задължението за полагане на дължима грижа; задължението за избягване на конфликт на интереси и задължението за опазване на търговска тайна. Сред тях особен интерес представлява задължението за застраховане на придобитите имоти, защото то няма аналог в нашето право. Формулировката му обаче е подложена на критичен анализ, както с оглед на несамостоятелността му, така и с оглед неговата неяснота. Направено е предложение *de lege ferenda* да се прецизира каква трябва да бъде сключената застраховка и да се разшири обхвата на задължението като то обхваща и придобиваните вземания.

2. *Задължителни партньори на ДСИЦ*

Законът за дружествата със специална инвестиционна цел въвежда такива изисквания към дейността на ДСИЦ, че за тях не е възможно да функционират самостоятелно, а те могат да съществуват единствено в сложна система от отношения с

други правни субекти, които за целите на това изследване могат да се обозначат с термина „задължителни партньори“. Такива са банката-депозитар, обслужващите дружества и оценителите на недвижими имоти/вземания и те са разгледани в настоящата част на изследването. Въпреки че по своята същност банката-депозитар и оценителите също могат да бъдат определени като своеобразни обслужващи дружества, подходът на законодателя, който ги урежда самостоятелно, предполага тяхната значимост и предполага необходимостта от самостоятелното им анализиране.

Относно банката-депозитар, предмет на разглеждане е изясняването на правната ѝ характеристика, нейните функции, особеностите на сключвания договор и практическите проблеми при функционирането ѝ. Съществено внимание е обърнато на практическите проблеми, свързани с финансирането на ДСИЦ и използването на банка-депозитар, защото последната не би могла да кредитира дружеството, а трябва да осъществява плащания от негово име.

За оценителите, предмет на разглеждане е правната им характеристика, изискванията към дейността им, предвидени в специалния Закон за независимите оценители и задължителните оценки, които ДСИЦ трябва да извършва. Именно последният въпрос е най-дискусионен, защото систематичния анализ насочва към доста непълноти в текста на закона – така например не е ясно оказано, кога следва да бъде извършена оценката при придобиване, с оглед на което са анализирани различни възможни хипотези.

Същността на втората част от третата глава на дисертационния труд обаче несъмнено е в анализа на обслужващите дружества. Направен е опит да се изведе и прецизира понятие за обслужващо дружество, анализирани са техните функции и особеностите на сключвания с тях договор, като са направени и предложения *de lege ferenda* за прецизиране на съдържането на договора. В опит да се намери баланс в двете крайни виждания, от една страна, че всяко дружество, с което ДСИЦ има договор е обслужващо, и от друга, че обслужващи дружества са само тези, които са обявени за такива при лицензирането на ДСИЦ, е направено предложение да се установят определени критерии, които да създават яснота кои дружества са обслужващи и съответно трябва да отговарят на специалните изисквания на закона. Предложените критерии са три: трайност на отношенията, значителна стойност на договора и предмет

на възлагането, като за да бъде определено едно дружество като обслужващо, то трябва да покрива поне два от тези три критерия.

Специално и самостоятелно внимание е отделено на въпроса за дъщерните обслужващи дружества, които са позволени от закона, но в практиката до голяма степен се използват за неговото заобикаляне.

3. Сделки и инвестиционни ограничения на ДСИЦ

В тази част от изследването са разгледани допустимите от закона сделки за ДСИЦ, като се има предвид ограничения им предмет на дейност. С оглед на този предмет под сделки на ДСИЦ следва да се разбират тази част от дейността по секюритизация, която е свързана с придобиване на активи и извличането на доходи от тях. В тази връзка анализът е разделен на сделки, влизащи в предмета на дейност на дружества, секюритизиращи недвижими имоти и на дружества, секюритизиращи вземания. Разгледани са сделките по придобиване на активи и по извличане на доходи от тях, както и сделки на разпореждане. Обсъдени са не само базисните договори като покупко-продажба на недвижим имот и цесия на вземания, но и други възможности за придобиване (замяна, концесия, лизинг, факторинг), като е обосновано разбирането за едно по-широко тълкуване и прилагане на понятието за придобиване. Направено е предложение *de lege ferenda* за допускане на дългосрочни договори за наем като форма на инвестиране в недвижими имот.

Специално внимание е отделено на инвестиционните ограничения пред ДСИЦ и на последиците от нарушаването им, както и на изрично забранените за дружествата сделки. Отделено са разгледани хипотезите на придобиване на активи, забранени от закона или при неспазване на неговите изисквания, като е аргументирано, че в тези случаи въпреки че има противоречие със закона санкцията не би следвало да бъде недействителност, а единствено административна отговорност.

На последно място са разгледани възможностите за инвестиране на свободните средства на дружествата, като се коментирани както допустимите, така и изрично забранените инвестиции.

4. Финансиране на ДСИЦ

В тази част от работата са обсъдени възможностите за набиране на средства от ДСИЦ, като е обосновано, че под финансиране следва да се разбира именно способите,

по които дружеството набира средства за да осъществява инвестиционна си дейността. Разгледани са всички способи за набиране на средства в това число емитирането на акции и облигации, както и възможностите за използване на банкови кредити.

Поради спецификите на българския закон съществено внимание е отделено на възможността за заемно финансиране от ДСИЦ. Тази възможност в най-голяма степен поставя под въпрос статута на ДСИЦ като инвестиционни фондове и ги доближава до оперативните дружества, защото те не разчитат само на средства, привлечени от капиталовия пазар (респективно не са практически задължени да имат пазарно поведение – от гледна точка спазване на принципи на корпоративно управление и икономически показатели), а могат да инвестират на практика с чужди средства (кредити, привлечени от банките) с печалбите, от които да плащат на своите акционери. Това е типичен пример за „левъридж“ инвестиране, т.е. инвестиране със заемни средства, което може да увеличи съществено приходите на ДСИЦ при растящ пазар, но което ще доведе и до значителни загуби при спад на цените, защото използването на финансов левъридж, увеличава както печалбите, така и загубите.

Обсъдени са и видовете кредити, които ДСИЦ могат да използват, като е коментирано, че в практиката се наблюдава използване на кредити и при други различни от предвидените от закона случаи, когато кредитът е необходим за изпълнение на друго вменено от закона задължение, например за изплащане на дивидент.

5. *Защита на имуществото на ДСИЦ от несъстоятелност*

В групата норми, даващи защита на инвеститорите в ДСИЦ специално място заема разпоредбата на чл. 24 от ЗДСИЦ, озаглавена „защита на дружественото имущество“. Според нея чл. 646 - 649 от ТЗ не се прилагат за недвижимите имоти и вземанията, продадени на дружество със специална инвестиционна цел, освен ако сделките са извършени в нарушение на изискванията на закона. Разпоредбата е единствена по рода си в българското търговско право и е израз на принципа за „insolvency remoteness“, т.е. за това, че ДСИЦ не могат да бъдат засегнати от несъстоятелността на насрещни страни по придобивни сделки, което е типично за уредбата на дружествата със специално предназначение. В тази част от изследването са анализирани както предпоставките на предоставената защита, така и нейния обем.

6. *Разпределяне на дивидент от ДСИЦ и данъчен режим*

Всички разгледани в глава трета специални изисквания към дейността на ДСИЦ, имат една единствена цел – съхраняване на неговото имущество, с оглед задължението да разпределя като дивидент 90% от печалбата си. Те може да бъдат определени и като цената за това, че дружество не следва да плаща данък печалба. Именно на задължението за разпределяне на дивидент е посветена и последната част изследването. Специално внимание е обърнато на проблема, че това задължение не отпада при реинвестиране на печалбата от дружеството и на способите за неговото преодоляване. В заключение е маркиран и данъчния режим, на който са подчинени ДСИЦ с оглед на разгледаното разпределение на печалбата като дивидент.

Заключение

В заключението са систематизирани основните изводи, направени в хода на изследването:

Първо, абсолютно задължително трябва да се прецизира мястото на ДСИЦ и да се определи окончателно дали те са вид публични дружества или колективни инвестиционни схеми. Считам, че последната законодателна намеса в тази насока – чл. 194 от ЗДКИСДПКИ, е недостатъчна и не решава натрупаните проблеми. Като пряка последица от преосмисляне на мястото на ДСИЦ като правни образувания може да се стигне до отпадане на предвидения лицензионен режим или до промяна на системата им на възникване, с оглед на това кой модел ще бъде възприет. Също така, ако се предвиди, че ДСИЦ са колективни инвестиционни схеми, трябва да се установи възможност те да съществуват и като договорни фондове. Личното ми становище е, че ДСИЦ с оглед на близостта си с инвестиционните дружества от затворен тип трябва да продължат да бъдат подложени на лицензионен режим и да са поднадзорни на КФН. Това обаче не означава, че процедурата по лицензиране не се нуждае от подобрения, като една от възможностите е одобряването на проспекта за първоначално увеличаване на капитала да бъде единственото условие за издаване на лиценз.

Второ, необходимо е да бъде ревизиран режимът на обслужващите дружества като се разшири и същевременно се прецизира контролът, който трябва да се извършва спрямо тях. Считам, че трябва да се даде по-ясна дефиниция за това кои дружества са обслужващи и кои не, а не преценката да бъде оставяна на самите ДСИЦ и КФН да следи дали всяко от обслужващите дружества отговаря на изискванията на закона. Ако се възприеме горното предложение ДСИЦ да бъдат организирани и като договорни

фондове, то трябва са предвиди задължение те да ползват управляващо дружество, различно от обслужващите, като това изрично се регламентира. На последно място нужна е детайлна уредба на дъщерните обслужващи дружества и отношенията им с ДСИЦ.

Трето, за да бъдат отчетени грешките, разкрити от световната финансова криза, следва да се въведат ограничения на възможността ДСИЦ да ползват заемни средства във всички възможни форми, с изключение на краткосрочни банкови кредити при определени извънредни обстоятелства. Същевременно следва да се увеличат възможностите за набиране на средства от капиталовия пазар и чрез допускането дружествата да издават финансови инструменти, различни от акциите и техните производни.

Четвърто, трябва да се извърши корекция в начините за формиране на печалбата за разпределяне, така че да се отчита реинвестирането на печалбата в нови обекти за секюритизация, както и ликвидните затруднения, които дружествата могат да изпитват по независещи от тях причини, за да се избегне абсурдната ситуация ДСИЦ да теглят кредити за изплащане на дивидент.

Публикации:

1. Дружества със специална инвестиционна цел - правна характеристика – сп. Търговско право, кн. 3, 4/2009 г.
2. Прехвърляне на налични акции – сп. Пазар и право, кн. 2/2007 г.
3. Менителнично посредничество – сп. Търговско право, кн. 6/2003 г.
4. Някои проблеми в новата правна уредба на юридическите лица с нестопанска цел – сп. Търговско право, кн. 3/2001 г.