

октомври 2009

КОМИСИЯ  
ЗА  
ФИНАНСОВ  
НАДЗОР

Сравнителен анализ на дружествата със  
специална инвестиционна цел (ДСИЦ) в  
България, САЩ и развитите европейски  
страни

Андрей Врабчев  
Габриела Захариева  
Милен Манев

Отдел „Пазарни анализи”  
Дирекция „Регулаторна политика и пазарни анализи”  
Управление „Надзор на инвестиционната дейност”

## Съдържание

<i>Резюме.....</i>	<i>3</i>
<i>Въведение.....</i>	<i>4</i>
<i>Сравнителен правен анализ на ДСИЦ в България, САЩ и развитите европейски страни.....</i>	<i>4</i>
<i>ДСИЦ в България със собствен и регистриран капитал под 1 млн. лева към 30.06.2009 г. ....</i>	<i>9</i>
<i>Обща информация за акционерната структура на дружествата със специална инвестиционна цел.....</i>	<i>11</i>
<i>Българско участие в дружествата със специална инвестиционна цел.....</i>	<i>12</i>
<i>Чуждестранно участие в дружествата със специална инвестиционна цел .....</i>	<i>13</i>
<i>Свободно търгуван обем акции на ДСИЦ (free float) към 23.09.2009 г.....</i>	<i>15</i>
<i>Инвестиция на ДСИЦ в активи, различни от недвижими имоти.....</i>	<i>21</i>
<i>Обращаемост на акциите на ДСИЦ в България .....</i>	<i>21</i>
<i>Заключение.....</i>	<i>23</i>
<i>ПРИЛОЖЕНИЕ: Акционерна структура на ДСИЦ (в %) (към 23.09.2009 г.) .....</i>	<i>24</i>
<i>ИЗТОЧНИЦИ.....</i>	<i>31</i>
<i>ИЗПОЛЗВАНИ СЪКРАЩЕНИЯ.....</i>	<i>32</i>

## Резюме

От момента на влизане в сила на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДСИЦ) в началото на 2004 г. до края на м. септември 2009 г. общият брой на лицензираните от КФН дружества със специална инвестиционна цел (ДСИЦ) е 69. От тях 62 са ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти (от които 8 специализират в секюритизация на земеделски земи) и 7 са дружества със специална инвестиционна цел за секюритизация на вземания.

По данни на КФН, към 30.06.2009 г. общата стойност на активите на ДСИЦ възлизат на 1,653 млрд. лв., като от тях активите на дружествата за секюритизация на недвижими имоти са 1,559 млрд. лв. или 94% от всички активи на ДСИЦ. Към 30.06.2009 г. общата стойност на активите на ДСИЦ, които не са инвестирани в недвижими имоти и вземания, е 519,60 млн. лева, или 31.43% от общата сума на активите на ДСИЦ.

Към 30.06.2009 г. регистрираният капитал на всички дружествата със специална инвестиционна цел е 577 млн. лева, а собственият им капитал е 993 млн. лева. Пазарната капитализация на всички ДСИЦ в България към края на септември 2009 г. е 1,4 млрд. лева. Относителният дял на обема свободно търгувани акции в капитала на ДСИЦ се изчислява на 15.1%, като дружествата със специална инвестиционна цел имат диверсифицирана инвестиционна база, включваща банки и инвестиционни посредници, застрахователни дружества, пенсионни фондове, инвеститори от ЕС и САЩ и други.

Настоящият анализ е изготвен на базата на постъпила в Комисията за финансов надзор (КФН) справка от “Централен депозитар” АД (ЦД АД) за акционерите, притежаващи пряко над 5% от капитала на ДСИЦ към 23.09.2009 г. Според българското законодателство участие до 2% в ДСИЦ се счита за миноритарно участие, но за целите на настоящия анализ е избран праг от 5% от капитала на дружествата.

## Въведение

Целта на настоящия анализ е да предостави обща информация и актуални данни за акционерната структура на българските дружества със специална инвестиционна цел (ДСИЦ), както и да направи сравнение между пазарната капитализация, свободно търгувания обем акции (free float), темпа на обръщаемост на акциите (share turnover velocity) и други пазарни показатели на дружествата със специална инвестиционна цел в България и на развитите капиталови пазари. За целта на настоящия анализ ще използваме съкращението ДСИЦ за всички дружества със специална инвестиционна цел.

Съгласно юридическото определение, дадено в чл. 3 от Закона за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДСИЦ), дружествата със специална инвестиционна цел са акционерни дружества, които инвестират парични средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти или във вземания. По този начин се обособяват два вида акционерни дружества със специална инвестиционна цел – за *секюритизация<sup>1</sup> на вземания* и за *секюритизация на недвижими имоти*.

За целите на настоящия анализ ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти ще бъдат условно разделени на: “ДСИЦ за секюритизация на земеделски земи” и “ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти”.

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

## Сравнителен правен анализ на ДСИЦ в България, САЩ и развитите европейски страни

За целите на настоящия сравнителен анализ на българския, американския и европейския пазар на ДСИЦ, са използвани само данни за ДСИЦ, които секюритизират недвижими имоти (включително и земеделска земя).

**Таблица 1: Сравнение между различни регулаторни режими на ДСИЦ секюритизиращи недвижими имоти**

	България	САЩ	Холандия	Белгия	Франция	Германия
<b>Наименование в съответната държава</b>	Акционерно дружество със специална инвестиционна цел (ДСИЦ)	US-Real Estate Investment Trust (US-REIT)	Fiscale Beleggingsinstelling (FBI)	Sociétés d'Investissement a Capital Fixe Immobilière (SICAFI)	Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (SIC)	REIT Aktiengesellschaft (REIT AG)
<b>Година на възникване на този тип дружества</b>	2003	1960	1969	1995	2003	2007
<b>Начин на учредяване</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>По реда на чл. 163 от Търговския закон</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Корпорация;</li><li>Договорен фонд (дялов тръст)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Изпълнение на минимални изисквания</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Изпълнение на минимални изисквания</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Ограничено отговорно дружество или КДА</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Акционерно дружество</li></ul>
<b>Минимално изискван собствен капитал</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>256 хил. евро;</li><li>При учредяване на ДСИЦ учредителното</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Няма изискване</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>450 хил. евро за дружество регистрирано на регулиран пазар и 180</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>1,2 млн. евро</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>15 млн. евро</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>15 млн. евро</li></ul>

<sup>1</sup> „Секюритизация”, съгласно допълнителните разпоредби на ЗДСИЦ, е „дейност, при която вещни права (право на собственост и на строеж) върху недвижим имот или права върху парични вземания, включително и бъдещи вземания, се материализират в ценни книжа, предлагани публично.

	България	САЩ	Холандия	Белгия	Франция	Германия
	събрание задължително приема решение за първоначално увеличение на капитала в размер не по-малък от 30% от капитала на дружеството (77 хил. евро)		хил. евро – ако не е регистрирано			
<b>Минимален брой акционери</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма изискване</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-малко 100 лица</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма изискване</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма изискване</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма изискване</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма изискване</li> </ul>
<b>Изисквания към инвеститорите, които могат да участват в собствеността на дружествата</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Учредителите могат да бъдат не повече от 50 лица;</li> <li>Не по-малко от 30% от капитала на ДСИЦ трябва да бъде записан от институционални инвеститори при учредяване на дружеството</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Не може 5 или по-малко физически или юридически лица да притежават повече от 50% участие</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Различни изисквания в зависимост от това дали дружеството е регистрирано на регулиран пазар или не</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-малко 30% от акциите с право на глас трябва да бъдат публично предложени за търговия до 1 година след регистрацията на дружеството</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-малко 15% от капитала на дружеството трябва да бъдат притежавани директно или индиректно от миноритарни акционери с до 2% участие</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-малко 15% от капитала на дружеството трябва да бъде притежавано от акционери с до 3% участие;</li> <li>При първично публично предлагане 25% от емисиата трябва да се притежава от акционери с до 3% участие</li> </ul>
<b>Минимално изискван процент на свободно търгувани акции (free float)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма изискване;</li> <li>Участието до 2% в дружеството се смята за миноритарно участие</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма допълнителни изисквания, освен горепосочените</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ако дружеството е регистрирано на фондовата борса в Амстердам – едно лице не може да притежава повече от 45% от капитала му;</li> <li>Ако дружеството не е регистрирано на фондовата борса в Амстердам – 75% и повече от капитала на дружеството трябва да е притежание на физическо лице, данъчно освободено юридическо лице и/или друго юридическо лице със същия статут и търгувано на същия пазар</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>30% свободно търгувани акции (задължително по закон)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>15% свободно търгувани акции (задължително по закон);</li> <li>Участието до 2% в дружеството се взема при изчисляването на този коефициент</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Преките инвеститори са разделени на две категории – „Категория 85%“ и „Категория 15%“;</li> <li>„Категория 85%“ – най-малко 9 акционери всеки от които притежава по-малко от 10% от акциите;</li> <li>„Категория 15%“ (миноритарни акционери) – най-малко 6 акционери, като всеки притежава по-малко от 3% от акциите</li> </ul>
<b>Изискване за регистрация на регулиран пазар</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>При учредяването на ДСИЦ няма такава изискване, но след одобрение на проспекта на</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма изискване, но е с пожелателен характер</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма изискване</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Задължително</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Задължително</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Задължително</li> </ul>

	България	САЩ	Холандия	Белгия	Франция	Германия
	дружеството от Комисията за финансов надзор трябва да се регистрира на БФБ – София АД					
<b>Дял от активите, за които има изискване да са инвестирани в недвижими имоти</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма минимално изискване за инвестиране в недвижими имоти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-малко 75% от активите трябва да са инвестирани в недвижими имоти, пари, парични еквиваленти и ДЦК</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>100% от активите трябва да са инвестирани в недвижими имоти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>100% от активите трябва да са инвестирани в недвижими имоти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма минимално изискване за инвестиране в недвижими имоти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-малко 75% от активите трябва да са инвестирани в недвижими имоти (след приспадане на дивидентите и резервите)</li> </ul>
<b>Възможности за инвестиране в други активи</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Дружествата могат да инвестират до 10% от капитала си в обслужващо дружество;</li> <li>Могат да инвестират свободните си средства в ЦК, издадени или гарантирани от държавата и в банкови депозити;</li> <li>Могат да инвестират до 10% от активите си в ипотечни облигации;</li> <li>Останалите инвестиционни и ограничения по отношение на активите, които дружествата ще секюритизират се съдържат в устава на всяко дружество <sup>2</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-много 25% от активите могат да се инвестират в ценни книжа, различни от горепосочените (виж Приложение към Таблица 1)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Основната дейност на дружествата трябва да представлява пасивни инвестиции в недвижими имоти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Основната дейност на дружествата трябва да представлява пасивни инвестиции в недвижими имоти;</li> <li>С цел диверсификация стойността на инвестицията в отделен актив не може да надвишава повече от 20% от стойността на общото портфолио на дружеството</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Основната дейност на дружествата трябва да представлява пасивни инвестиции в недвижими имоти;</li> <li>Дружествата могат да развият и други дейности, стига те да останат спомагателни за основната дейност;</li> <li>Разрешени са финансови лизинги, но те не трябва да надвишават 50% от брутните активи на дружеството;</li> <li>Други спомагателни дейности (придобиване на активи по стопански начин, посреднически и услуги и др.) са разрешени, но не трябва да надвишават 20% от брутните активи на дружеството;</li> <li>С цел диверсификация стойността на инвестицията в отделен актив не може</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Дружествата могат да държат свободните си парични средства в банкови сметки, финансови инструменти, дългови инструменти от използването и продажбата на недвижими имоти.</li> </ul>

<sup>2</sup> Към 30.06.2009г, за ДСИЦ специализирани в секюритизация на недвижими имоти, общо активи, които не са инвестирани в недвижими имоти и във вземания са 443 451 670 лева или 28.45% от общите им активи. Това включва финансови активи, парични наличности, и други.

	България	САЩ	Холандия	Белгия	Франция	Германия
					да надвишава 20% от стойността на общото портфолио на дружеството	
<b>Структура на приходите</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма процентно ограничение за структурата на приходите на дружествата;</li> <li>Дружествата набират средства чрез издаване на ценни книжа, могат да закупуват недвижими имоти и вещни права върху недвижими имоти, извършване на строежи и подобрения, с предоставянет о им за управление, отдаване под наем, лизинг или аренда и продажбата им, или покупко-продажба на вземания</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-малко 75% от брутните приходи трябва да от наеми или ипотечни лихви (виж <i>Приложение към Таблица 1</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Всички приходи трябва да са от управлението на недвижими имоти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Всички приходи трябва да са от управлението на недвижими имоти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>95% трябва да са от управление на недвижими имоти или лихви</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-малко 75% от брутните приходи трябва да от управлението на недвижими имоти (виж <i>Приложение към Таблица 1</i>)</li> </ul>
<b>Ограничение за привличане на заемни средства (дивъридж)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Максимум до 20% от балансовата стойност на активите, които се използват за изплащане на лихви, ако кредитът е до 1 година</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Няма ограничение</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Максимум до 60% от размера на общите активи</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Максимум до 50% от размера на общите активи</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Максимум до 40% от размера на общите активи</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Максимум до 55% от пазарната оценка на притежаванит е недвижими имоти</li> </ul>
<b>Минимално изискване за разпределение на дивиденти като процент от нетната печалба</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>90% от нетната печалба</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>90% от нетната печалба;</li> <li>Позволено е реинвестирането на капиталовите печалби</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>95% от нетната печалба;</li> <li>Позволено е реинвестирането на капиталовите печалби</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>50% от приходите от продажби;</li> <li>80% от приходите от наеми и услуги;</li> <li>Позволено е реинвестирането на капиталовите печалби</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>85% от приходите от продажби;</li> <li>50% от приходите от наеми и услуги</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Най-малко 90% от печалбата формирана съгласно Немския ТЗ;</li> <li>Позволено е реинвестирането на капиталовите печалби</li> </ul>
<b>Данъчни преференции</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Не дължат корпоративен данък</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Дивидентите се приспадат</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Не дължат корпоративен данък</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Не дължат данъци върху операциите с недвижими имоти</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Не дължат данък върху приходите от наеми и продажби</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Не дължат корпоративен данък</li> </ul>

Източник: Ernst & Young, PriceWaterhouseCoopers, European REIT regimes (Loyens Loeff), национални законодателства на страните

**\* Приложение към Таблица 1: Допълнителна информация за структурата на активите, приходите инвестиционните ограничения в селектирани държави**

<p><b>САЩ</b> (Структура на активите)</p>	<p>В края на всяко тримесечие на годината всички US-REIT трябва да са:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Инвестирали поне 75 % от стойността на активите в недвижими имоти, парични наличности и парични еквиваленти и ДЦК; и</li> <li>2. Съблюдавали следните ограничения: <ol style="list-style-type: none"> <li>2.1. не повече от 25% от стойността на активите да е инвестирана в ценни книжа, различни от тези по т.1;</li> <li>2.2. не повече от 20% от общата стойност на активите да е инвестирана в ценни книжа (ЦК) на едно или повече дъщерни дружества на US-REIT, които подлежат на данъчно облагане (с изключение на подлежащи на облагане дъщерни дружества на US-REIT и ЦК, споменати в т.1 ); и</li> </ol> </li> <li>3. Съблюдавали следните ограничения: <ol style="list-style-type: none"> <li>3.1. не повече от 5% от общата стойност на активите да е инвестирана в ЦК на един емитент;</li> <li>3.2. US-REIT да не притежава повече от 10% от акциите с право на глас в даден емитент, и</li> <li>3.3. US-REIT да не притежава ЦК, които са на стойност по-голяма от 10% от общата стойност на издадените ЦК от един емитент.</li> </ol> </li> </ol>
<p><b>САЩ</b> (Структура на приходите)</p>	<p>За да бъде една компания US-REIT, е необходимо да са спазени следните условия:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Поне 95% от общия доход да се генерира от дивиденди, лихви, наеми/ аренда на недвижимо имущество, приходи от продажба/ разпореждане с ЦК и недвижимо имущество, намаляване и възстановяване на данъци върху недвижимо имущество и др.;</li> <li>2. Поне 75% от общия доход да се генерира от наеми на недвижимо имущество, плащания за управление на недвижими имоти, приходи от продажба или разпореждане с недвижимо имущество, дивиденди и печалби от продажба и разпореждане с прехвърлими акции в други за US-REIT.</li> </ol>
<p><b>Германия</b> (Инвестиционни ограничения)</p>	<p>REIT Stock Corporations в Германия могат да:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• придобиват, държат, управляват и продават участия в съдружия за недвижими имоти (real-estate partnerships);</li> <li>• придобиват, държат, управляват и продават акции на обслужващи дружества на REIT (REIT service companies);</li> <li>• придобиват, държат, управляват и продават акции на компании за чуждестранни недвижими имоти (foreign property companies) и</li> <li>• придобиват, държат, управляват и продават акции на корпорации, които са неограничено отговорни съдружници в съдружия (real-estate partnerships)</li> </ul> <p>В края на всяка отчетна година, най-малко 75 % от общата стойност на активите на REIT трябва да бъде в недвижими имоти и активите на обслужващите дружества, които са част от активите на REIT, трябва да бъдат отчетени в консолидирания финансов отчет на REIT Stock Corporation. Те не трябва да надвишават 20% в края на отчетната година.</p>
<p><b>Германия</b> (Структура на приходите)</p>	<p>Поне 75% от приходите от продажби плюс другите приходи от недвижими имоти през всяка отчетна година трябва да са генерирани от наеми, аренда и продажби на недвижими имоти и сумата на приходите от продажба плюс другите приходи от недвижими имоти от обслужващи дружества на REIT, които ще бъдат отчетени в консолидирания финансов отчет на REIT Stock Corporation през всяка една отчетна година, трябва да не надвишава 20%.</p>

*Източник: U.S. Code collection, Title 26, §856 и Act on German Real-Estate Stock Corporations with Listed Shares*

Акционерните дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ) възникват за пръв път през 1960 г. в САЩ. За периода 1960-2007 АДСИЦ биват основани в редица други държави в Европа и по света, като към 2007 г. капиталът им надхвърля 400 млрд. евро.

В Таблица 1 е сравнена структурата на АДСИЦ в България с тази в пет развити държави (САЩ, Холандия, Белгия, Франция и Германия). За САЩ няма изискване за минимален собствен капитал за АДСИЦ, докато в останалите страни от сравнителната



таблица това изискване варира от 256 000 евро за България до 15 млн. евро за Франция и Германия. Българското законодателство предвижда максимално ограничение за учредителите в дружествата със специална инвестиционна дейност, докато в останалите страни обикновено е посочен минимален брой учредители с ограничение на частта от капитала на дружеството, който може да се притежава от един учредител.

С цел защита на интересите на акционерите, за различните страни са приети специфични законови изисквания и възможности за структурата на активите и източниците на приходите, които ако не бъдат спазени, дружествата не могат да се възползват от предоставения им облекчен данъчен режим. В повечето развити страни съществува и отделно изискване за инвестиране в недвижими имоти, което достига до 100% във Холандия и Белгия.

В повечето страни съществува ограничение за размера на привлечените заемни средства (изключение прави САЩ), както и изискване за минимален процент на разпределение на дивидентите от финансовия резултат на дружествата. Въпреки, че данъчните преференции в различните страни се различат относно тези дружества, те по своя икономически характер са сходни (за допълнителна информация виж Таблица 1 и приложението към нея)

## **ДСИЦ в България със собствен и регистриран капитал под 1 млн. лева към 30.06.2009 г.**

Съгласно чл. 6 от Закона за дружествата със специална инвестиционна цел (ЗДСИЦ), капиталът, необходим за учредяване на ДСИЦ, не може да бъде по-малък от 500 000 лв. От друга страна, в чл. 5, ал. 3 от ЗДСИЦ изрично е записано и че „при учредяване на дружество със специална инвестиционна цел учредителното събрание задължително приема решение за първоначално увеличение на капитала... Увеличението трябва да бъде в размер не по-малък от 30 на сто от капитала на дружеството”. Това означава, че дружествата със специална инвестиционна цел са задължени да посочат в своя prospect за увеличение на капитала, че увеличават капитала си с минимум 30% от капитала на дружеството, т.е. до минимум 650 000 лв. Счита се обаче, че увеличението на капитала е успешно до размера на реално записаните акции. Затова увеличението на капитала се вписва с толкова броя акции, колкото реално са били закупени от новата емисия и по този начин става възможно увеличение на капитала и с по-малко от 30% от минимално изискуемия капитал за учредяване на едно ДСИЦ.

В Таблица 2 са посочени всички дружества със специална инвестиционна цел, а именно 36 ДСИЦ, с регистриран капитал към 30.06.2009 г. под 1 млн. лева.

**Таблица 2: ДСИЦ с регистриран капитал под 1 млн. лв.**

Брой ДСИЦ	Дружество	Регистриран капитал към 30.06.2009 г. (лв.)
1	Алтерон АДСИЦ	500 000
2	Маунтин парадайс инвест АДСИЦ	502 000
3	Рой Пропърти Фънд АДСИЦ	616 000
4	Премиер Фонд АДСИЦ	650 000
5	Зенит Имоти АДСИЦ	650 000
6	Трансинвестмънт АДСИЦ	650 000
7	Юнайтед Пропъртис АДСИЦ	650 000
8	Сити Пропъртис АДСИЦ	650 000
9	Булгеригън Инвестмънт Груп АДСИЦ	650 000
10	Арко Тоуърс АДСИЦ	650 000
11	Статус Имоти АДСИЦ	650 000
12	Балканика Имоти АДСИЦ	650 000
13	Фонд за инвестиции в недвижими имоти – ФИНИ АДСИЦ	650 000
14	Куантум Дивелопмънтс АДСИЦ	650 000
15	Глобек Истейт Фонд АДСИЦ	650 000
16	Улпина АДСИЦ	650 000
17	Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ	650 000
18	Ейч Би Джи фонд за инвестиционни имоти АДСИЦ	650 000
19	Недвижими Имоти София АДСИЦ	650 000
20	Солид Инвест АДСИЦ	650 000
21	Зет Пропъртис Инвестмънт Фонд АДСИЦ	650 000
22	Пълдин Лайън Груп АДСИЦ	650 000
23	Сердика Пропъртис АДСИЦ	650 000
24	ХишоКапитал АДСИЦ	650 000
25	Софарма Билдингс АДСИЦ	650 000
26	Българи Резерв Пропъртис АДСИЦ	650 000
27	Турин Имоти АДСИЦ	650 000
28	Алфа пропърти 1 АДСИЦ	650 000
29	СИИ Имоти АДСИЦ	650 000
30	Пропъртис Кепитъл Инвестмънтс АДСИЦ	650 000
31	Лев Инвест АДСИЦ	650 000
32	Риал Естейт-Поморие ДСИЦ / „Ефектен унд финанс – имоти” АДСИЦ /	650 000
33	Болкан Пропърти Инструментс АДСИЦ	650 000
34	ДИТ Пропърти АДСИЦ	750 000
35	Кепитъл Мениджмънт АДСИЦ	830 000
36	Хелт енд уелнес АДСИЦ	975 000

Източник: Централен депозитар АД, КФН

Според Таблица 3 по-долу има 22 ДСИЦ със собствен капитал под 1 млн. лева.

**Таблица 3: ДСИЦ със собствен капитал под 1 млн. лева**

Брой ДСИЦ	Дружество	Собствен капитал към 30.06.2009 г. (лв.)
1	Сити Пропъртис АДСИЦ	233 763
2	Солид Инвест АДСИЦ	305 000
3	Глобекс Истейт Фонд АДСИЦ	414 000
4	Недвижими Имоти София АДСИЦ	414 000
5	Алтерон АДСИЦ	443 000
6	Зет Пропъртис Инвестмънт Фонд АДСИЦ	473 000
7	Маунтин парадайс инвест АДСИЦ	487 000
8	Рой Пропърти Фънд АДСИЦ	525 000
9	Статус Имоти АДСИЦ	527 000
10	Болкан Пропърти Инструментс АДСИЦ	527 000
11	Риал Естейт-Поморие АДСИЦ / „Ефектен унд финанц – имоти” АДСИЦ /	554 000
12	Балканика Имоти АДСИЦ	592 000
13	Фонд за инвестиции в недвижими имоти – ФИНИ АДСИЦ	595 000
14	ХипоКапитал АДСИЦ	632 000
15	Турин Имоти АДСИЦ	654 000
16	Лев Инвест АДСИЦ	671 000
17	Булгерийн Инвестмънт Груп АДСИЦ	692 000
18	Зенит Имоти АДСИЦ	718 000
19	Пропъртис Кепитъл Инвестмънтс АДСИЦ	732 000
20	Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ	782 000
21	Юнайтед Пропъртис АДСИЦ	822 000
22	Премиер Фонд АДСИЦ	839 000

Източник: Централен депозитар АД, КФН

## Обща информация за акционерната структура на дружествата със специална инвестиционна цел

В настоящия анализ разделяме инвеститорите-акционери в ДСИЦ на българския пазар на следните групи: физически лица (ФЛ) (както български, така и чуждестранни), български юридически лица (ЮЛ) и чуждестранни ЮЛ. Българските ЮЛ разделяме на поднадзорни на КФН лица (колективни инвестиционни схеми – договорни фондове и инвестиционни дружества (КИС); пенсионни фондове – универсални пенсионни фондове (УПФ), доброволни пенсионни фондове (ДПФ) и професионални пенсионни фондове (ППФ); застрахователни дружества; инвестиционни посредници и търговски банки) и „други български ЮЛ”. В последната група попадат публични дружества, лизингови компании и други юридически лица.

Чуждестранните ЮЛ са разделени на три групи – ЮЛ от страни от Европейския съюз (ЕС), ЮЛ от страни от САЩ и ЮЛ от трети страни.

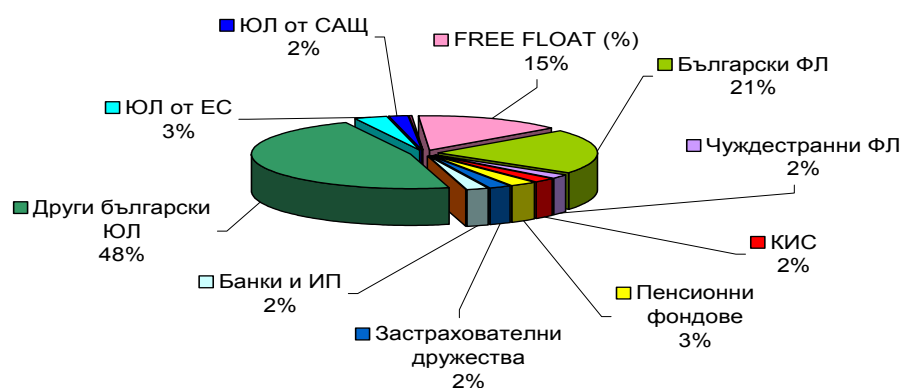
Подробна справка относно акционерната структура на ДСИЦ може да бъде намерена в Приложението. В Диаграма 1 по-долу е посочено дяловото участие като процент от капитала на всички лицензирани ДСИЦ.

В капитала на 69-те бр. ДСИЦ на българския пазар са инвестирали КИС (инвестицията е само в капитала на 9 бр. ДСИЦ за недвижими имоти), пенсионни фондове (инвестирали са в капитала на 15 бр. ДСИЦ), застрахователни дружества (чиято инвестиция е в капитала на 2 ДСИЦ за вземания и 4 ДСИЦ за недвижими имоти) и банки и инвестиционни посредници (ИП) (които са инвестирали в един ДСИЦ за земеделска земя и в 5 ДСИЦ за недвижими имоти).

Изводът, който може да се направи на базата на наличните данни е, че акционерната структура на дружествата със специална инвестиционна цел в България е концентрирана в малък брой инвеститори делът на обема свободно търгуваните акции в капитала на ДСИЦ е относително малък – средно 15.1%. За сравнение, минималното изискване за free float във Франция е 15%, а в Белгия е 30% (виж Таблица 1, стр. 4).

## Българско участие в дружествата със специална инвестиционна цел

Диаграма 1: Дялово участие в % от капитала на всички лицензирани от КФН ДСИЦ (общо 69) към 23.09.2009 г.



Източник: Централен депозитар АД, КФН

Според Диаграма 1, най-голям дял от капитала на всички ДСИЦ към 23.09.2009 г. се пада на т.нар. група „други български юридически лица” (48% от капитала на всички ДСИЦ), следвани от български физически лица (21% от капитала на всички ДСИЦ). Като цяло, делът на българските институционалните инвеститори<sup>3</sup> в капитала на дружествата със специална инвестиционна цел е 9%<sup>4</sup>.

Към 23.09.2009 г. дружествата със специална инвестиционна цел, в капитала на които няма участие на институционални инвеститори, са 43. Това са 5 ДСИЦ за секюритизация на вземания, 5 ДСИЦ за секюритизация на земеделска земя и 33 ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти.

*Забележка: Анализът на институционалните инвеститори изключва публичните дружества-юридически лица, различни от КИС, банки и инвестиционни посредници, застрахователни дружества и пенсионни фондове.*

<sup>3</sup> По смисъла на т. 1 от Допълнителните разпоредби на Закона за публичното предлагане на ценни книжа, “институционален инвеститор” е “банка, която не действа като инвестиционен посредник, инвестиционно дружество, договорен фонд, застрахователно дружество, пенсионен фонд или друго дружество, чийто предмет на дейност изисква придобиване, държане и прехвърляне на ценни книжа”.

<sup>4</sup> Съгласно ЗДСИЦ, за учредяване на дружество със специална инвестиционна цел е необходимо не по-малко от 30 на сто от капитала да бъде записан от институционални инвеститори.

**Таблица 4: Дружества със специална инвестиционна цел с най-висок процент участие от капитала, падащ се на институционални инвеститори**

Име на дружество	Институционални инвеститори (% от капитала)
Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ	69.80
Булгерийн Инвестмънт Груп АДСИЦ	46.15
Сити Дивелъпмънт АДСИЦ	41.65
Парк АДСИЦ	36.03
Кепитъл Мениджмънт АДСИЦ	35.42
Булленд Инвестмънтс АДСИЦ	34.93

Източник: Централен депозитар АД, КФН

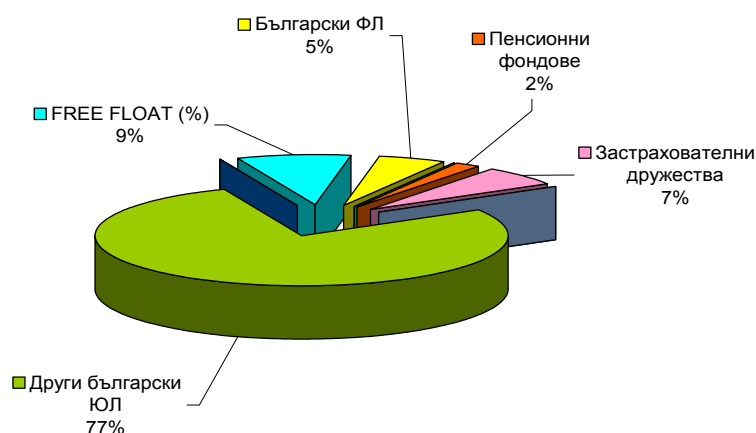
### Чуждестранно участие в дружествата със специална инвестиционна цел

От лицензираните от КФН към 23.09.2009 г. 69 ДСИЦ, в 13 от дружествата дялово участие имат чуждестранни юридически лица, като преобладаващо тези акционери са от страни от ЕС – в 9 от дружествата.

Според Диаграма 1 (стр. 12), чуждестранното участие в дружествата със специална инвестиционна цел представлява 7% от капитала на ДСИЦ. От тях 3% се падат на юридически лица от ЕС, 2% на ЮЛ от САЩ и 2% - на чуждестранни физически лица. Участие в капитала на ДСИЦ от лица от трети страни има само в *Ексклузив пропърти АДСИЦ* (8.92% от капитала на дружеството) и във *Форуком фонд имоти АДСИЦ* (9.98% от капитала му). Това акционерно участие обаче има малък дял от общия капитал на ДСИЦ.

Гореспоменатите чуждестранни физически лица са от САЩ и Германия, като те притежават дял от капитала на общо четири от всички 69 ДСИЦ към 23.09.2009 г. Те са инвестирали в *II Ар Джи Капитал-1 АДСИЦ*, *II Ар Джи Капитал-2 АДСИЦ* и *II Ар Джи Капитал-3 АДСИЦ* (за лицата от САЩ) и в *Лиам АДСИЦ*.

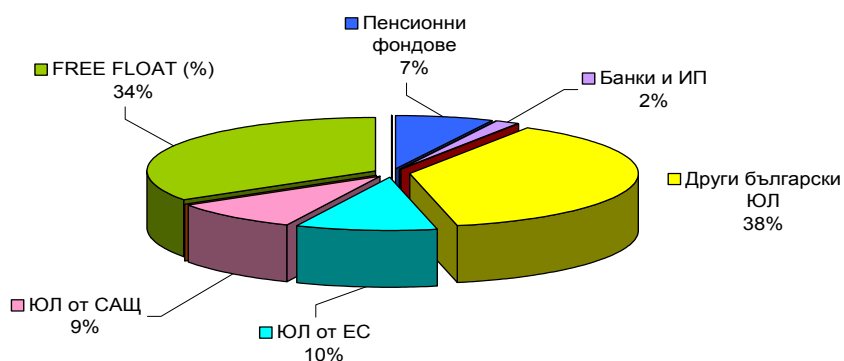
**Диаграма 2: Дялово участие (в %) от капитала на ДСИЦ за секюритизация на вземания (7 дружества) към 23.09.2009 г.**



Източник: Централен депозитар АД, КФН

Според Диаграма 2 най-голямо дялово участие в ДСИЦ за секюритизация на вземания има групата на „Други български юридически лица” (77%).

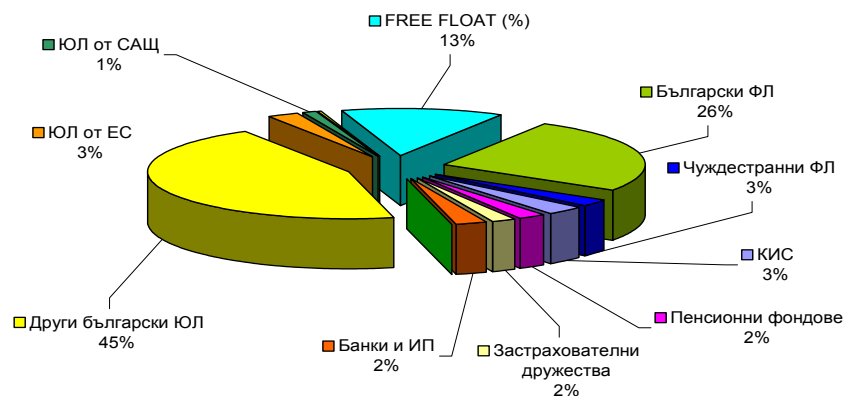
**Диаграма 3: Дялово участие (в %) от капитала на ДСИЦ за секюритизация на земеделски земи (8 дружества) към 23.09.2009г.**



*Източник: Централен депозитар АД, КФН*

В сравнение с дружествата за секюритизация на вземания, при ДСИЦ за секюритизация на земеделски земи дяловото участие на групата на „Другите български юридически лица” от капитала на тези дружества е относително по-малко (38%). Въпреки това, тези юридически лица заемат първо място и в дела от капитала на ДСИЦ за секюритизация на земеделски земи, следвани от свободно търгувания обем акции на ДСИЦ (free float) (34%), и юридически лица от ЕС (10%).

**Диаграма 4: Дялово участие в % от капитала на ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти - 54 дружества, към 23.09.2009 г.**



Източник: Централен депозитар АД, КФН

Според Диаграма 4 и в капитала на ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти най-голямо дялово участие имат „други български юридически лица” (45%), следвани от български физически лица (26%), свободно търгувания обем акции на ДСИЦ (free float) (13%), юридически лица от ЕС (3%), чуждестранни физически лица (3%), както и КИС (3%).

## **Свободно търгуван обем акции на ДСИЦ (free float) към 23.09.2009 г.**

Свободно търгуваният обем акции (free float) на дадено публично дружество представлява приблизителната оценка на дела на акциите, които не се държат от мажоритарни акционери и които не са заповорирани (т.е. за тях няма ограничения за продажба).

Свободно търгуваният обем акции обикновено бива определян като всички акции, притежавани от инвеститорите, различни от:

- акциите, притежавани от инвеститори с над 5% от капитала на публичното дружество (тези, които биха могли да бъдат институционални инвеститори, „стратегически акционери” и други);
- заповорирани акции, върху които има наложени ограничения;
- акции, притежавани от вътрешни лица (ако се приеме, че вътрешните лица държат акциите за дългосрочен период)

Съгласно раздел 11 от закона, уреждащ статута и изискванията към дружествата със специална инвестиционна цел в Германия (Act on German Real-Estate Stock Corporations with Listed Shares, REIT Act), free float представляват всички акции, чиито притежатели държат под 3% от правата на глас в капитала на дадено дружество.

Според т. 4 от Допълнителните разпоредби на Част III “Правила за допускане до търговия” от Правилника за дейността на Българска фондова борса АД – София (БФБ

АД), миноритарен акционер е акционер, притежаващ под 2 (две) на сто от акциите в съответната емисия. За целите на настоящия анализ приемаме 5% праг за free float.

Както може да се види от Таблица 1 (стр. 4) различните държави имат различен минимален праг за free float при регистрация на дружествата на регулиран пазар. Така например, изискването, което поставя Act on German Real-Estate Stock Corporations with Listed Shares към немските дружества със специална инвестиционна цел, за да бъдат регистрирани на борсата (BaFin), е най-малко 25% от емисията да е притежание на миноритарни акционери, т.е. да бъде представена като свободно търгуван обем акции (free float), а впоследствие този дял да не спада под 15%.

За сравнение, новите изискванията на Част III “Правила за допускане до търговия” от Правилника за дейността на БФБ АД, в сила от 01.10.2009 г., поставят изискването към емисиите на публичните дружества, целящи допускане за търговия на официален пазар на акции, сегмент „А”, “най-малко 25 (двадесет и пет) на сто емисията да е притежание на миноритарни акционери или общата стойност на акциите, притежавани от такива акционери да е най-малко 20 (двадесет) милиона лева”, а за допускане до търговия на официален пазар на акции, сегмент „В” - “най-малко 25 (двадесет и пет) на сто емисията да е притежание на миноритарни акционери или общата стойност на акциите, притежавани от такива акционери е най-малко 5 (пет) милиона лева”.

Към настоящия момент, дружествата със специална инвестиционна цел в България се търгуват на специален пазар - Пазар на дружества със специална инвестиционна цел и за тях няма изискване за минимален free float.

**Таблица 5: Дял на free float-а на ДСИЦ от общата пазарна капитализация на дружествата от „Пазар на дружествата със специална инвестиционна цел” към края на м. септември 2009 г.**

	Free float (в млн. лв.) към 23.09.2009 г.*	Пазарна капитализация (в млн. лв.) - Пазар на дружествата със специална инвестиционна цел към 30.09.2009 г.*	Дял на миноритарното участие на ДСИЦ в пазарната капитализация на ДСИЦ (в %)
<b>ДСИЦ в България (69 бр.)</b>	203.1	1 400.8	14.50

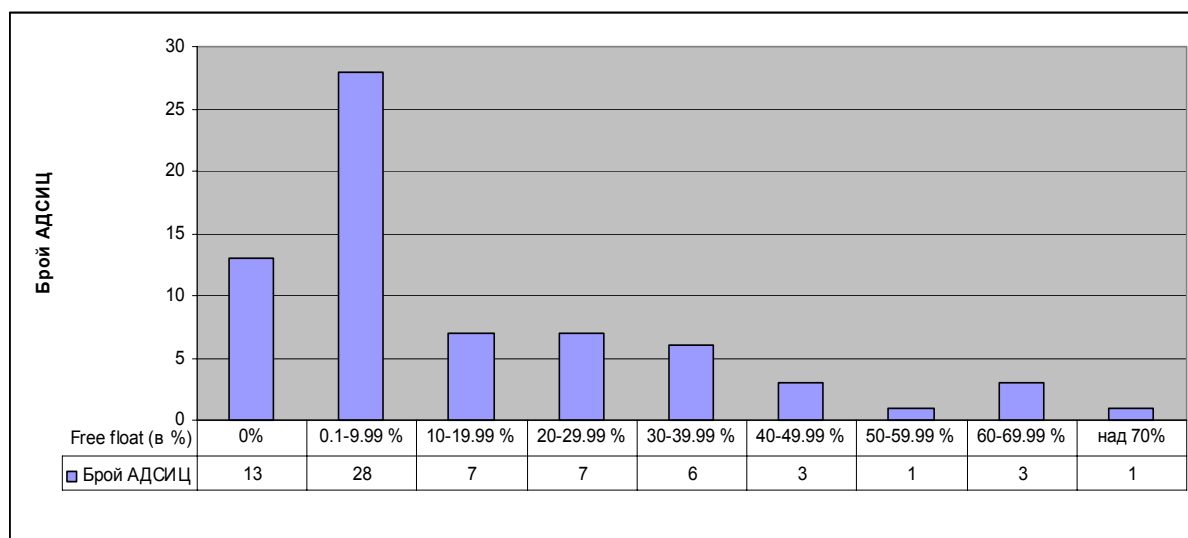
Източник: Централен депозитар АД, КФН

*Забележка: Данните за free float-а и пазарната капитализация на ДСИЦ са към различни дати, съответно към 23.09.2009 г. и 30.09.2009 г., като разликата във времето е само 5 работни дни (борсови сесии) и вероятността това да окаже съществено влияние на съпоставимостта на данните е малка.*

Според Таблица 6 дялът на миноритарните инвеститори в ДСИЦ (free float) в общата пазарна капитализация на дружествата от този сектор е приблизително 15%, което съвпада с данните от Диаграма 1 за дялово участие в размер на 15% на free float-а.



**Диаграма 5: Free float (в %) на 69-те българските дружества със специална инвестиционна цел към 23.09.2009 г. <sup>5</sup>**



Източник: Централен депозитар АД, КФН

От Диаграма 5 се вижда, че 21 ДСИЦ (30% от всички 69 ДСИЦ) имат free float над 20%, което е международно призната граница за влизане в индекс. Например индексът Euronext IEIF REIT Europe има праг от 20% free float, за да може ДСИЦ да бъде включено в него.

От Диаграма 5 също се забелязва, че 13 от дружествата със специална инвестиционна цел (18.8% от всички ДСИЦ) нямат никакъв свободно търгуем обем акции, т.е. никакъв free float. Две от тези ДСИЦ са за секюритизация на вземания, докато останалите дружества са за секюритизация на недвижими имоти.

Свободно търгуваният обем акции в 35 от ДСИЦ (51% от всички ДСИЦ) е между 0.1% и 19.99% от капитала им. От тях 3 са ДСИЦ за секюритизация на вземания, 3 ДСИЦ са специализирани предимно в секюритизация на земеделски земи и 29 ДСИЦ са за секюритизация на недвижими имоти (42% от всички ДСИЦ).

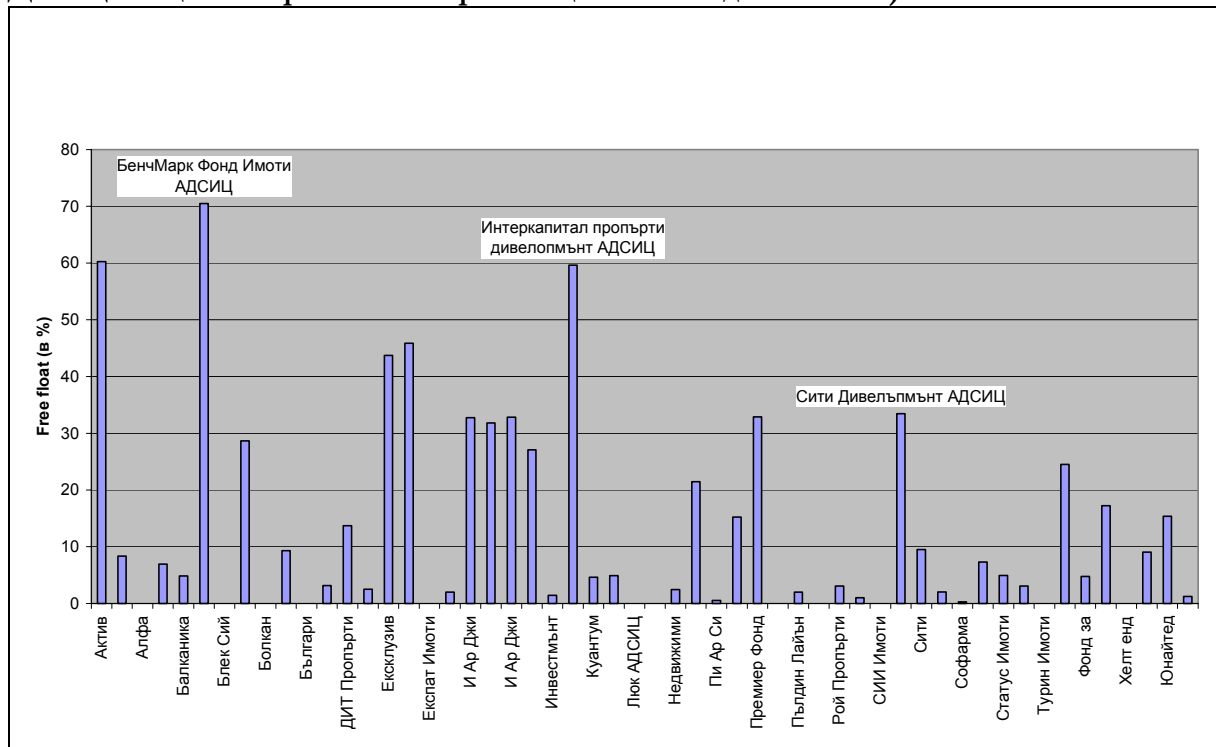
16 ДСИЦ са с free float между 20% и 49.99% от капитала им. От тях 2 ДСИЦ са за секюритизация на вземания и 3 са ДСИЦ за земеделска земя.

Следните четири дружества притежават най-висок процент на free float към 23 септември 2009 г.:

- *Бенчмарк фонд имоти АДСИЦ* (70.5%) (ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти);
- *Аванс-Терафонд АДСИЦ* (62.98% ) (ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти, специализирано в земеделска земя);
- *Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ* (60.73%) (ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти, специализирано в земеделска земя);
- *Актив Пропъртис АДСИЦ* (60.27%) (ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти).

<sup>5</sup> Процентните категории в Диаграма 5 са избрани според разпределението на данните за броя на ДСИЦ и размера на free float.

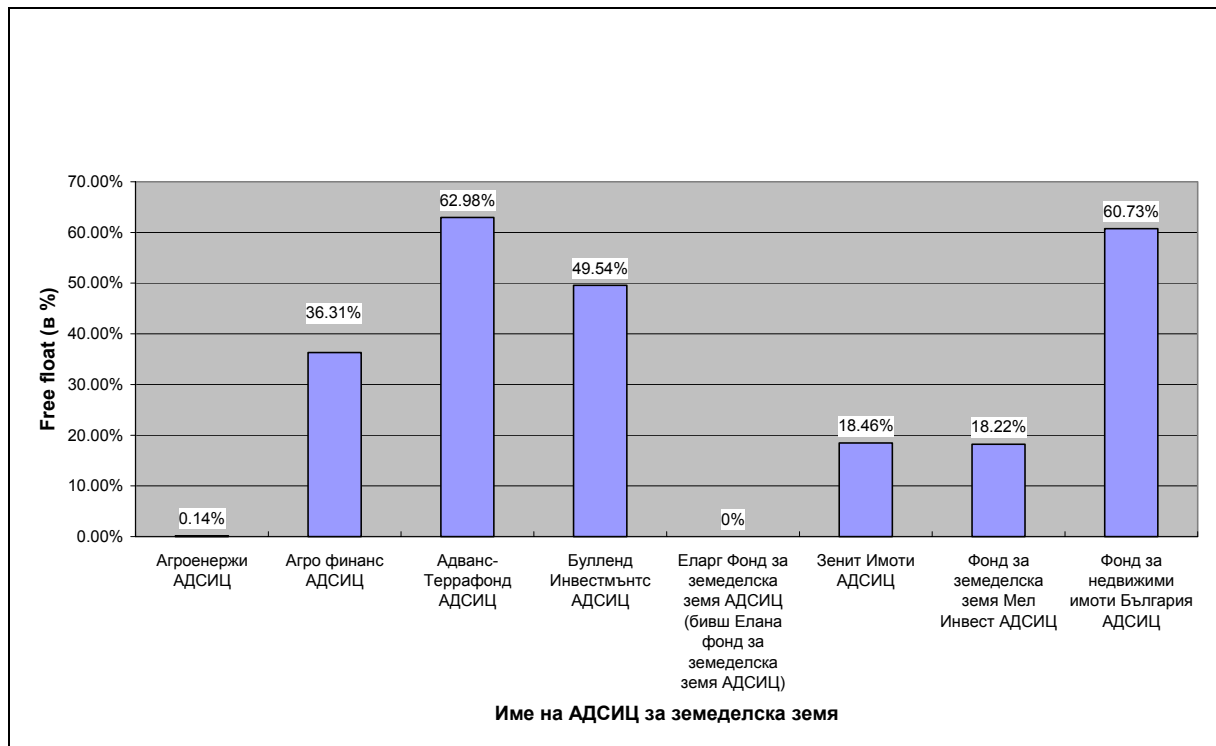
**Диаграма 6: Free float на ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти (без ДСИЦ специализирани в секюритизация на земеделска земя) в % към 23.09.2009 г.**



Източник: Централен депозитар АД, КФН

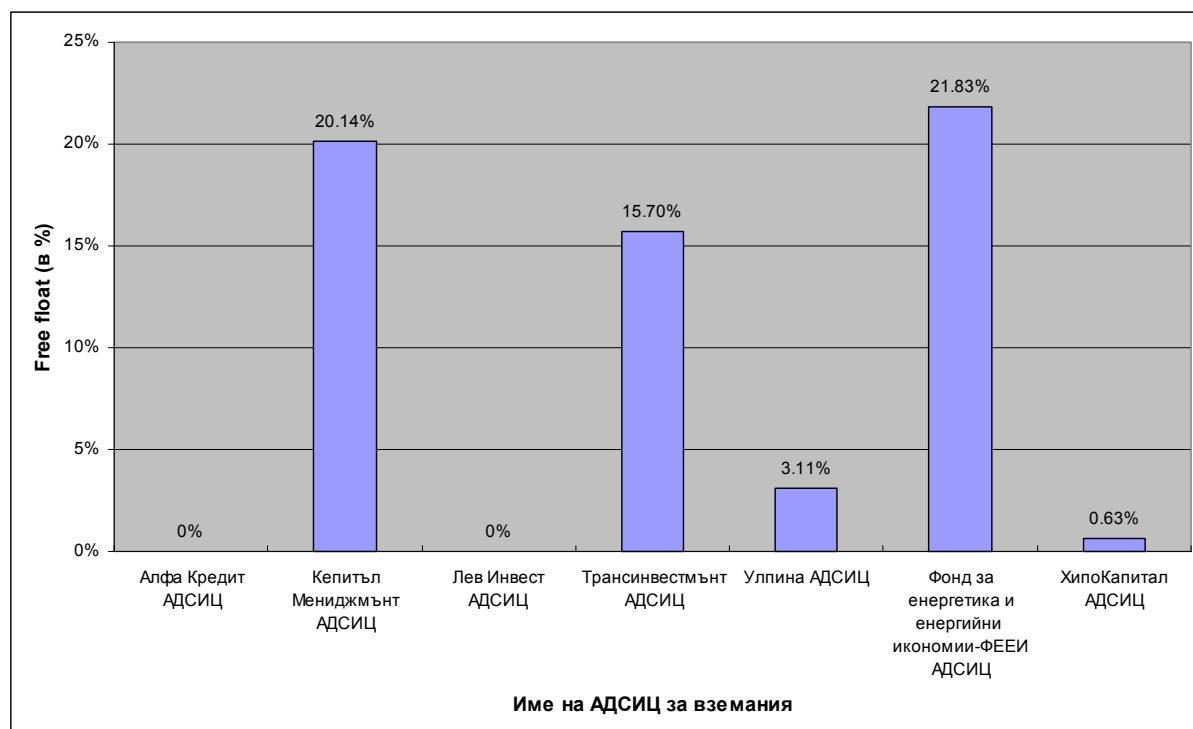
Ако приемем 40 процента free float за съществен, според Диаграма 6 пет ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти са със свободен търгуван обем на акциите над 40%.

**Диаграма 7: Free float на ДСИЦ за секюритизация на земеделска земя (в %) към 23.09.2009 г.**



Източник: Централен депозитар АД, КФН

**Диаграма 8: Free float на ДСИЦ за секюритизация на вземания (в %) към 23.09.2009 г.**



Източник: Централен депозитар АД, КФН

Според приетия за съществен 40 процентен праг на free float, от Диаграми 7 и 8 по-горе се вижда, че 3 ДСИЦ (37.5% от ДСИЦ за земеделска земя) са с free float над 49%, а именно - *Адванс Терафонд АДСИЦ*, *Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ* и *Буленд Инвестмънтс АДСИЦ*, докато нито едно ДСИЦ за вземания не преминава този праг. От това може да се заключи, че характерът на ДСИЦ определя процента на свободно търгуван обем акции, като ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти имат най-висок процент free float от трите типа дружества.

**Таблица 6: Дял на free float-а и институционалните инвеститори в ДСИЦ от общата пазарна капитализация на дружествата от „Пазар на дружествата със специална инвестиционна цел” към края на м. септември 2009 г.**

	За 69 ДСИЦ в България
Free float на ДСИЦ (в млн. лв.) към 23.09.2009 г.	203.1
Вложени от институционални инвеститори средства в капитала на ДСИЦ към 23.09.2009 г. (в млн. лв.)	37.2
Сума на вложените от институционални инвеститори средства и обема свободно търгувани акции в капитала на ДСИЦ (в млн. лв.) (към 23.09.2009 г.)	240.3
Пазарна капитализация - Пазар на дружествата със специална инвестиционна цел (към 30.09.2009 г.) (в млн. лв.)	1 400.8
Дял на свободно търгуваните акции и вложените от институционалните инвеститори средства от пазарната капитализация на ДСИЦ (в %)	17.16

Източник: Централен депозитар АД, КФН

**Таблица 7: Сравнение на пазарната капитализация и free float-а на ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти и земеделска земя в България и Франция**

	Free float (в млн. евро) към 23.09.2009 г.	Пазарна капитализация (в млн. евро) - Пазар на дружествата със специална инвестиционна цел към 30.09.2009 г.	Free float като процент от пазарната капитализация
ДСИЦ за секюритизация на земеделска земя и недвижими имоти в България	103.55	716.22	14,46%
ДСИЦ във Франция (SIF)	12 913.00	45 132.00	28,61%

Източник: Централен депозитар АД, КФН, БФБ АД, IEIF, EURONEXT FININFO

*\*Забележка: Данните за пазарната капитализация на ДСИЦ към 30.09.2009 г., налични на електронната страница на БФБ АД, включват и данни за капитализацията на ДСИЦ за секюритизация на вземания, докато посочените данни за Франция се отнасят единствено за ДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти. Поради факта, че делът на ДСИЦ за вземания от общата пазарната капитализация на дружествата за специална инвестиционна цел е сравнително малък, вероятността това да окаже влияние върху съпоставимостта на данните е малка.*

Според горепосочената таблица, free float-ът и пазарната капитализация на българските ДСИЦ са значително по-малки от тези на френските дружества.

ДСИЦ в двете държави възникват по едно и също време (законодателната уредба на дружества със специална инвестиционна цел и на двете държави е от 2003 г.), а на френския капиталов пазар се търгуват общо 46 броя дружества със специална инвестиционна цел, спрямо 62 броя ДСИЦ за секюритизация на земеделска земя и недвижими имоти в България. Значителните разлики в стойностите на пазарната капитализация най-вероятно се дължат на по-слабо развития капиталов пазар в България, спрямо този във Франция.

В Таблице 8 и 9 по-долу е направена съпоставка на сумата на активите и на free float-а на дружествата със специална инвестиционна цел.

**Таблица 8: ДСИЦ с free float над 40% към 23.09.2009 г.**

Брой ДСИЦ	Дружество	Free float към 23.09.2009 г. (в %)
1	БенчМарк Фонд Имоти АДСИЦ	70.5
2	Адванс-Терафонд АДСИЦ	62.98
3	Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ	60.73
4	Актив Пропъртис АДСИЦ	60.27
5	Интеркапитал пропърти дивелопмънт АДСИЦ	59.61
6	Буленд Инвестмънтс АДСИЦ	49.54
7	Експат Бета АДСИЦ	45.85
8	Ексклузив пропърти АДСИЦ	43.72

Източник: Централен депозитар АД, КФН

От горепосочените 8 ДСИЦ тези с обем свободно търгувани акции над 40% са 3 ДСИЦ (37.5%) за секюритизация на земеделска земя и 5 ДСИЦ (62.5%) за секюритизация на недвижими имоти.

**Таблица 9: ДСИЦ с най-голям размер на активите към 30.06.2008 г.**

Брой ДСИЦ	Дружество	Общо активи 30.06.2009 г. (лв.)
1	Адванс-Терафонд АДСИЦ	163 451 000
2	Феърплей Пропъртис АДСИЦ	137 086 000
3	Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ	128 085 000
4	Хелт енд уелнес АДСИЦ	117 553 000
5	БенчМарк Фонд Имоти АДСИЦ	68 927 000
6	Сердика Пропъртис АДСИЦ	63 155 000
7	Интеркапитал пропърти дивелопмънт АДСИЦ	61 321 000
8	Юнивърсъл Пропъртис АДСИЦ	61 293 000

Източник: КФН

Според Таблица 9, половината от разглежданите дружества с най-висок процент (3 от които са с над 60%) свободно търгувани на борсата акции притежават и най-голяма сума на общите активи.

## **Инвестиция на ДСИЦ в активи, различни от недвижими имоти**

Съгласно българския ЗДСИЦ, няма ограничения за акционерните дружества със специална цел относно вида недвижими имоти, в които дружествата могат да инвестират, съответно към вида вземания и тяхната обезпеченост, ако такива са предвидени. Въпреки това, в своя устав ДСИЦ трябва да предвидят индивидуални такива ограничения, както и да посочат инвестиционните си цели.

От общата сума на активите на ДСИЦ, 31.43% са инвестирани в активи, различни от недвижими имоти и вземания, а именно: финансови активи, парични наличности и други. В тази стойност са включени:

**Таблица 10: Активи на ДСИЦ, които не са инвестирани в недвижими имоти (НИ) и вземания**

ОБЩО за всички ДСИЦ за НИ - активи, които не са инвестирани в НИ и вземания (млн. лв.)	443,45
ОБЩО активи на ДСИЦ за вземания (без вземания до 1 г. и вземания над 1 г.) (млн. лв.)	76,15
СУМА на активите на ДСИЦ, които не са инвестирани в НИ и вземания (млн. лв.)	519,60

Източник: КФН

## **Обращаемост на акциите на ДСИЦ в България**

В Таблицы 11, 12 и 13 по-долу са посочени обемите на търгуваните акции и пазарна капитализация на дружествата със специална инвестиционна цел, публичните дружества търгувани на официалния и неофициалния пазар на акции на Българска Фондова Борса – София АД за последните дванадесет месеца. На базата на тази информация е изчислен коефициентът на обращаемост на акциите за съответните пазарни сегменти.

**Таблица 11: Обращаемост на акциите на пазара на дружества със специална инвестиционна цел, търгувани на БФБ – София АД за периода септември 2008 г. – септември 2009 г.**

Период	Оборот (млн. лв.)	Пазарна капитализация (млн. лева)
Септември.08	8.369	1 648
Октомври.08	21.409	1 453
Ноември.08	9.058	1 366
Декември.08	8.378	1 431
Януари.09	11.606	1 351
Февруари.09	16.840	1 338
Март.09	2.032	1 315
Април.09	14.841	1 289
Май.09	4.016	1 356
Юни.09	25.942	1 377
Юли.09	3.250	1 322
Август.09	3.257	1 375
Септември.09	1.870	1 401
	130.867	
Средна пазарна капитализация		1 366
Коефициент на обращаемост на акциите (share turnover velocity ratio)		9.6%

Източник: БФБ, КФН

**Таблица 12: Обращаемост на акциите на официалния пазар на акции (Сегменти 'А' и 'В', без инвестиционни дружества), търгувани на БФБ – София АД за периода септември 2008 г. – септември 2009 г.**

Период	Оборот (млн. лв.)	Пазарна капитализация (млн. лева)
Септември.08	32.768	4 948
Октомври.08	55.190	3 530
Ноември.08	183.571	3 588
Декември.08	55.462	3 459
Януари.09	22.264	2 794
Февруари.09	9.841	2 651
Март.09	118.359	2 761
Април.09	20.918	3 150
Май.09	13.267	3 181
Юни.09	10.684	2 943
Юли.09	7.978	2 899
Август.09	48.628	3 653
Септември.09	43.568	3 669
	622.498	
Средна пазарна капитализация		3 181
Коефициент на обращаемост на акциите (share turnover velocity ratio)		19.57%

Източник: БФБ, КФН

**Таблица 13: Обращаемост на акциите на неофициалния пазар на акции (Сегменти 'А' и 'В', без инвестиционни дружества), търгувани на БФБ – София АД за периода септември 2008 г. – септември 2009 г.**

Период	Оборот (лв.)	Пазарна капитализация
Септември.08	35.404	8 676
Октомври.08	29.321	7 792
Ноември.08	14.374	7 261
Декември.08	31.320	7 332
Януари.09	14.196	7 273
Февруари.09	38.841	5 224
Март.09	5.635	5 666
Април.09	36.651	6 395
Май.09	9.308	6 520
Юни.09	9.889	6 285
Юли.09	7.008	5 829
Август.09	14.418	6 304
Септември.09	15.660	6 914
	262.025	
Средна пазарна капитализация		6 520
Коефициент на обращаемост на акциите (share turnover velocity ratio)		4.02%

Източник: БФБ, КФН

От Таблицы 11, 12 и 13 се забелязва, че коефициентът на обращаемост на акциите на дружествата със специална инвестиционна цел (9.6%) е приблизително два пъти по-нисък от този на официалния пазар на акции (19.57%), което е индикация за относително по-слабата ликвидност на сегмента на ДСИЦ. Когато се сравни сегмента на ДСИЦ с този на неофициалния пазар (4.02%), ликвидността на ДСИЦ е относително по-голяма.

## Заклучение

От направения сравнителен анализ на дружествата със специална инвестиционна цел в България, САЩ и развитите европейски страни се налага изводът, че акционерната структура на тези дружества в България е концентрирана в малък брой инвеститори. Също така делът на свободно търгуваните акции на българските ДСИЦ е относително малък и пазарната капитализация на дружествата в България е сравнително ниска в сравнение с тази на капиталови участници в развитите страни.

Същевременно следва да се отчете и положителната страна в развитието на ДСИЦ, а именно че за шестгодишното съществуване на ДСИЦ са регистрирани 69 ДСИЦ с активи от 1,6 млрд. лева.

Може да се направи и заключение, че законът в значителна степен е изпълнил целта си да направи възможно и достъпно инвестирането за дребни и институционални инвеститори в ДСИЦ. Към момента участието в капитала на ДСИЦ на българските институционални инвеститори е около 9%, от което може да се заключи, че пазарните и правни условия позволяват на дребния инвеститор свободен достъп до схеми, които биха могли да диверсифицират портфейла му и да гарантират текуща и капиталова доходност.

**ПРИЛОЖЕНИЕ: Акционерна структура на ДСИЦ (в %) (към 23.09.2009 г.)**

Пореден номер	Дружество / Акционерна структура (в %)	Физически лица		Български юридически лица (ЮЛ)					Чуждестранни ЮЛ			Free float (%)
		български	чуждестранни	Институционални инвеститори				Други	от ЕС	от САЩ	от трети страни	
				КИС	Пенсионни фондове	Застрахователни дружества	ТБ и ИПТ					
	<b>I. АДСИЦ за секюритизация на вземания</b>											
1	Алфа Кредит АДСИЦ	30						70				0
2	Кепитъл Мениджмънт АДСИЦ				12.34	23.08		44.44				20.14
3	Лев Инвест АДСИЦ					23.08		76.93				0
4	Трансинвестмънт АДСИЦ	7.38						76.92				15.7
5	Улпина АДСИЦ							96.89				3.11
6	Фонд за енергетика и енергийни икономии-ФЕЕИ АДСИЦ							78.17				21.83
7	ХипоКапитал АДСИЦ							99.37				0.63
	<b>ОБЩО за I. АДСИЦ за секюритизация на вземания (в %)</b>	<b>37.38</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>12.34</b>	<b>46.16</b>	<b>0</b>	<b>542.72</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>61.41</b>
	<b>БРОЙ (АДСИЦ за секюритизация на вземания с такава акционерна структура)</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	



Пореден номер	Дружество / Акционерна структура (в %)	Физически лица		Български юридически лица (ЮЛ)				Чуждестранни ЮЛ			Free float (%)	
		български	чуждестранни	Институционални инвеститори				Други	от ЕС	от САЩ		от трети страни
				КИС	Пенсионни фондове	Застрахователни дружества	ТБ и ИП					
	II. АДСИЦ за секюритизация на недвижими имоти											
	II.A. АДСИЦ за земеделска земя											
8	Агроенерджи АДСИЦ							99.86				0.14
9	Агро финанс АДСИЦ				20.9			21.63	21.16			36.31
10	Аванс-Террафонд АДСИЦ							19.32		17.7		62.98
11	Буленд Инвестмънтс АДСИЦ				20.99		13.94		9.82	5.71		49.54
12	Еларг Фонд за земеделска земя АДСИЦ (бивш Елана фонд за земеделска земя АДСИЦ)				13.97				9.39	49.5		27.14
13	Зенит Имоти АДСИЦ							81.54				18.46
14	Фонд за земеделска земя Мел Инвест АДСИЦ							81.78				18.22
15	Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ								39.27			60.73
	<b>ОБЩО за II.A. АДСИЦ за земеделска земя (в %)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>55.86</b>	<b>0</b>	<b>13.94</b>	<b>304.13</b>	<b>79.64</b>	<b>72.91</b>	<b>0</b>	<b>273.52</b>
	<b>БРОЙ (АДСИЦ за земеделска земя с такава акционерна структура)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	

Пореден номер	Дружество / Акционерна структура (в %)	Физически лица		Български юридически лица (ЮЛ)				Чуждестранни ЮЛ			Free float (%)	
		български	чуждестранни	Институционални инвеститори				Други	от ЕС	от САЩ		от трети страни
				КИС	Пенсионни фондове	Застрахователни дружества	ТБ и ИП					
	<b>П.Б. АДСИЦ за недвижими имоти</b>											
16	Актив Пропъртис АДСИЦ			5.67				34.06				60.27
17	Алтерон АДСИЦ	30.59		24.79	6.94			29.34				8.34
18	Алфа пропърти 1 АДСИЦ							50	50			0
19	Арко Тоуърс АДСИЦ (бившо Сингулар АДСИЦ)							70	23.08			6.92
20	Балканика Имоти АДСИЦ	13.08		18.2				63.85				4.87
21	БенчМарк Фонд Имоти АДСИЦ	14.92							14.58			70.5
22	Блек Сий Инвестмънт АДСИЦ	100										0
23	Болкан енд сий Пропъртис АДСИЦ (бившо Хюндай Пропъртис АДСИЦ)							71.33				28.67
24	Болкан Пропърти Инструментс АДСИЦ							100				0
25	Булгериън Инвестмънт Груп АДСИЦ	13.8				46.15		30.77				9.28
26	Българи Резерв Пропъртис АДСИЦ	100										0
27	Глобек Истейт Фонд АДСИЦ			22.99				73.85				3.16

Пореден номер	Дружество / Акционерна структура (в %)	Физически лица		Български юридически лица (ЮЛ)				Чуждестранни ЮЛ			Free float (%)	
		български	чуждестранни	Институционални инвеститори				Други	от ЕС	от САЩ		от трети страни
				КИС	Пенсионни фондове	Застрахователни дружества	ТБ и ИП					
28	ДИТ Профърти АДСИЦ	8.65		22				55.64				13.71
29	Ейч Би Джи фонд за инвестиционни имоти АДСИЦ	46.15						51.34				2.51
30	Ексклузив профърти АДСИЦ	32.36						15			8.92	43.72
31	Експат Бета АДСИЦ	5.6						48.55				45.85
32	Експат Имоти АДСИЦ							100				0
33	Зет Профъртис Инвестмънт Фонд АДСИЦ	98										2
34	И Ар Джи капитал - 1 АДСИЦ		15.07		5.21		9.99	36.99				32.74
35	И Ар ДЖИ Капитал-2 АДСИЦ		14.43		7		9.99	36.77				31.81
36	И Ар Джи Капитал-3 АДСИЦ		13.81					53.37				32.82
37	Инвест Профърти АДСИЦ	72.91										27.09
38	Инвестмънт профъртис АДСИЦ (Ин-профъртис АДСИЦ) (бившо Колос-1 АДСИЦ)					29.65		68.91				1.44
39	Интеркапитал профърти дивелопмънт АДСИЦ				6.9		12.86		6.46	14.17		59.61
40	Куантум Дивелопмънтс АДСИЦ							95.38				4.62

Пореден номер	Дружество / Акционерна структура (в %)	Физически лица		Български юридически лица (ЮЛ)				Чуждестранни ЮЛ			Free float (%)	
		български	чуждестранни	Институционални инвеститори				Арули	от ЕС	от САЩ		от трети страни
				КИС	Пенсионни фондове	Застрахователни дружества	ТБ и ИП					
41	Лиам АДСИЦ		95.1								4.9	
42	Люк АДСИЦ							100			0	
43	Маунтин Парадайс Инвест АДСИЦ				30			70			0	
44	Недвижими имоти София АДСИЦ	97.57									2.43	
45	Парк АДСИЦ				7		29.03	42.52			21.45	
46	Пи Ар Си АДСИЦ	99.46									0.54	
47	Прайм Пропърти БГ АДСИЦ				20.51			22	42.24		15.25	
48	Премиер Фонд АДСИЦ	12.74			6.28			48.08			32.9	
49	Пропъртис Кепитал Инвестмънтс АДСИЦ	15.38						38.46		46.15	0	
50	Пълдин Лайън Груп АДСИЦ	98									2	
51	Риал естейт -Поморие АДСИЦ (бивше Ефектен унд финанц – имоти АДСИЦ)	100									0	
52	Рой Пропърти Фънд АДСИЦ	48.88			24.33			23.73			3.06	
53	Серлика Пропъртис АДСИЦ	89.06						9.91			1.03	
54	СИИ Имоти АДСИЦ							100			0	
55	Сити Дивелъпмънт АДСИЦ				14.76	19.9	6.99	24.92			33.43	

Пореден номер	Дружество / Акционерна структура (в %)	Физически лица		Български юридически лица (ЮЛ)				Чуждестранни ЮЛ			Free float (%)	
		български	чуждестранни	Институционални инвеститори				Други	от ЕС	от САЩ		от трети страни
				КИС	Пенсионни фондове	Застрахователни дружества	ТБ и ИП					
56	Сити Пропъртис АДСИЦ			13.51	7			70				9.49
57	СОЛИД Инвест АДСИЦ	33.84		10.3				53.85				2.01
58	Софарма Билдинг АДСИЦ	39.24						60.48				0.28
59	Софарма Имоти АДСИЦ	51.92						40.79				7.29
60	Статус Имоти АДСИЦ	25			5.08			65				4.92
61	Супер Боровец Пропърти Фонд АДСИЦ	27.13					69.8					3.07
62	Турин Имоти АДСИЦ	61.54						38.46				0
63	Феърплей Пропъртис АДСИЦ	8.63						66.86				24.51
64	Фонд за инвестиции в недвижими имоти – ФИНИ АДСИЦ	26						69.23				4.77
65	Форуком фонд имоти АДСИЦ							72.8			9.98	17.22
66	Хелт енд уелнес АДСИЦ							99.99				0.01
67	ЦКБ Ригъл Истейт Фонд АДСИЦ					23.08		67.88				9.04
68	Юнайтед Пропъртис АДСИЦ	26.28						58.34				15.38
69	Юнивърсъл Пропъртис АДСИЦ							98.79				1.21

Пореден номер	Дружество / Акционерна структура (в %)	Физически лица		Български юридически лица (ЮЛ)					Чуждестранни ЮЛ			Free float (%)
		български	чуждестранни	Институционални инвеститори				Други	от ЕС	от САЩ	от трети страни	
				КИС	Пенсионни фондове	Застрахователни дружества	ТБ и ИП					
	ОБЩО за П.Б. АДСИЦ за недвижими имоти (в %)	1396.73	138.41	156.55	121.82	105.87	131.67	2427.24	136.36	60.32	18.9	706.12
	БРОЙ (АДСИЦ за недвижими имоти с такава акционерна структура)	29	4	9	11	4	5	42	5	2	2	
	ОБЩО за всички АДСИЦ (в %)	1434.11	138.41	156.55	190.02	152.03	145.61	3274.09	216	133.23	18.9	1041.05

Източник: Централен депозитар АД, КФН

## ИЗТОЧНИЦИ

1. Постъпила в КФН справка от „Централен депозитар” АД за акционерите, притежаващи пряко над 5% от капитала на ДСИЦ към 23.09.2009 г.;
2. Правилник за дейността на Българска фондова борса АД – София, част III – “Правила за допускане до търговия”;
3. Act on German Real-Estate Stock Corporations with Listed Shares, REIT Act
4. U.S. Code collection, Internal Revenue Code/ Subtitle A/ Chapter 1/ Subchapter M/ Part II/ §856
5. Ernst & Young, PriceWaterhouseCoopers, национални законодателства на страните;
6. European REIT regimes;
7. Закон за дружествата със специална инвестиционна цел;
8. Закон за публичното предлагане на ценни книжа;
9. <http://www.ieif.fr/>;
10. <http://www.euronext.com>;
11. [www.bse-sofia.bg](http://www.bse-sofia.bg);
12. [www.fsc.bg](http://www.fsc.bg).

## ИЗПОЛЗВАНИ СЪКРАЩЕНИЯ

КФН – Комисия за финансов надзор;  
БФБ – Българска фондова борса АД – София;  
ЗДСИЦ – Закон за дружествата със специална инвестиционна цел;  
REITs - Real Estate Investment Trusts;  
АДСИЦ – Акционерно дружество със специална инвестиционна цел;  
ДСИЦ – Дружества със специална инвестиционна цел;  
ЮЛ – юридическо лице;  
ФЛ – физическо лице;  
Free float – Обем свободно търгувани акции от капитала на дадено дружество;  
ЕС - Европейски съюз;  
ТЗ – Търговски закон  
BaFin – Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht/ Federal Financial Supervisory Authority, Germany