

Доц. д-р Марин Гълъбов\*

## **ИКОНОМИЧЕСКА ЕФЕКТИВНОСТ НА ДРУЖЕСТВАТА СЪС СПЕЦИАЛНА ИНВЕСТИЦИОННА ЦЕЛ**

Накратко са представени дружествата със специална инвестиционна цел, секюритизиращи недвижими имоти, като са разгледани по-подробно възможностите за измерване на икономическата им ефективност. Тя може да бъде два типа - ресурсна и разходна, а техни разновидности са прирастната ресурсна и прирастната разходна ефективност. Посочени са някои от показателите за измерването на икономическата ефективност на дружествата, както и модели, които включват редица съотношения измерващи тази ефективност. Показателите и моделите могат да се използват при планирането, контрола и анализа на икономическата ефективност на разглеждания тип дружества.

JEL: M21

### **Характеристика на акционерните дружества със специална инвестиционна цел, секюритизиращи недвижими имоти**

Вече няколко години в България функционират акционерни дружества, които при условията и по реда на Закона за дружествата със специална инвестиционна цел инвестират паричните средства, набрани чрез издаване на ценни книжа, в недвижими имоти или във вземания (секюритизация на недвижими имоти или вземания).<sup>1</sup>

Акционерното дружество със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), осъществяващо секюритизация на недвижими имоти, набира средства чрез издаване на ценни книжа. То се ангажира също и с реализирането на покупки на недвижими имоти и вещни права върху тях, извършването на строежи и подобрения на недвижими имоти. Целта е те да се предоставят за управление, да бъдат дадени под наем, на лизинг, под аренда, по договор за управление или да бъдат обявени за продажба. Естествено дружеството получава приходи от тези действия със своите недвижими имоти.

Недвижимите имоти, които придобива АДСИЦ, трябва да се намират на територията на страната. Дружеството се учредява само по реда на чл. 163 от Търговския закон. Учредители могат да бъдат не повече от 50 лица, като е необходимо не по-малко от 30% от капитала да бъдат записани от институционални инвеститори. Такива са банка, която не действа като инвестиционен посредник, колективна инвестиционна схема и национален инвестиционен фонд, застрахователно дружество, пенсионен фонд или друго дружество, чийто предмет на дейност изисква придобиване, държане и прехвърляне на ценни книжа.

---

\* УНСС, катедра „Недвижима собственост“, marin\_galabov@dir.bg

<sup>1</sup> Уточняваме, че едно АДСИЦ може да секюритизира само недвижими имоти или само вземания, но не е допустимо то да осъществява секюритизация и на двете.

АДСИЦ уведомява Комисията за финансов надзор за вписването си в търговския регистър в 7-дневен срок от вписването. Капиталът на дружеството не може да бъде по-малък от 500 000 лв. и след като бъде записан на учредителното събрание, трябва да бъде изцяло внесен към момента на подаване на заявлението за вписване в Търговския регистър. Вноските в капитала могат да бъдат само парични.

Дружеството се управлява и представлява от съвет на директорите, чиито членове са длъжни не по-късно от 6 месеца от датата на вписването му в Търговския регистър да подадат в Комисията за финансов надзор заявление за издаване на лиценз за извършване на дейност като АДСИЦ. Освен това те са длъжни веднага след придобиването на недвижим имот да го застраховат (отнася се до дружествата, секюритизиращи недвижими имоти). Сумите, набрани от издаването на ценни книжа, се внасят от лицата, които са ги закупили, по банкова сметка, специално открита от дружеството. Паричните средства и ценните книжа на дружеството се съхраняват в банка-депозитар. Тя извършва всички плащания за сметка на дружеството със специална инвестиционна цел при спазване на условията, предвидени в неговия устав и проспект за публично предлагане на ценни книжа.

Дружеството разпределя като дивидент не по-малко от 90% от печалбата за финансовата година.

Дружеството, секюритизиращо недвижими имоти, не може да осъществява пряко дейностите по експлоатация и поддръжка на придобитите недвижими имоти. То възлага на едно или повече търговски дружества, разполагащи с необходимите организация и ресурси, тяхното обслужване и поддръжане, извършването на строежи и подобрения, воденето и съхраняването на счетоводна и друга отчетност и кореспонденция, както и извършването на други необходими дейности. Тези дружества са обслужващи и получават възнаграждения от АДСИЦ за своята работа. Преди придобиване на недвижими имоти дружеството възлага оценяването им на един или повече експерти с квалификация и опит в тази област.

### **Икономическа ефективност на АДСИЦ, секюритизиращи недвижими имоти**

Икономическата ефективност на тези дружества е резултатност, т.е. резултатът, който те постигат, влагайки единица разходи или ресурси. Най-общо казано, тя се свежда до съотношението ползи/жертви, което големият български учен проф. Димитър Добрев нарича „стопанственост“ (вж. Добрев, 1941). Трябва да отбележим, че не съществува легална (нормативно установена) дефиниция за икономическата ефективност. Във връзка с това от позицията на нормативната уредба на България съществуват две концепции (принципни схващания) - за ресурсна икономическа ефективност и за разходна икономическа ефективност.

*Ресурсната икономическа ефективност* е икономическият ефект (ползният резултат), постигнат с участието на единица ресурси (средна наличност).

Нейната величина се установява, като се съпоставят икономическият ефект и средната наличност на ресурсите, ангажирани с неговото получаване. Ресурсната икономическа ефективност е също и единица икономически ефект, за чието създаване са ангажирани определени ресурси (средна наличност). В този случай нейната величина се установява, като се съпостави средната наличност на ресурсите, ангажирани с получаването на определен икономически ефект, и самият икономически ефект.

Ресурсите са капиталите и активите на дружеството, а икономическият ефект може да се определи като полезен резултат, който има различни форми на проявление (типичен пример за икономически ефект при дружествата, секюритизиращи недвижими имоти, са приходите от наеми).

*Разходната икономическата ефективност* е икономическият ефект, в чието създаване се влагат единица разходи. Нейната величина се установява, като се съпоставят икономическият ефект и разходите, които са вложени в неговото реализиране. Разходната икономическа ефективност е също и единица икономически ефект,<sup>2</sup> в чието създаване са вложени определени разходи. В този случай нейната величина се установява, като се съпоставят разходите, вложени в създаването на съответния икономически ефект, и самият ефект.

Ресурсната и разходната икономическа ефективност включват категории, за които съществуват нормативно установени дефиниции, и в този смисъл тези две концепции за ефективността са базирани на нормативната уредба на България. В нея се съдържат определения за приход, разход, печалба, актив, собствен капитал и пасив.<sup>3</sup> Освен това двете концепции са приложими и за другите държави, тъй като и там фирмите работят със същите категории.

За да се постигне на по-голяма яснота, представяме съотношенията, с чиято помощ се изчисляват величините на икономическата ефективност:

$$\begin{array}{ll} (1) \quad \frac{\text{Икономически ефект}}{\text{Ресурси (средна наличност)}} & (2) \quad \frac{\text{Ресурси (средна наличност)}}{\text{Икономически ефект}} \\ (3) \quad \frac{\text{Икономически ефект}}{\text{Разходи}} & (4) \quad \frac{\text{Разходи}}{\text{Икономически ефект}} \end{array}$$

**Забележка.** Икономическият ефект, ресурсите (средна наличност) и разходите са в лв.

Чрез съотношение (1) се установява икономическият ефект, за чието реализиране е ангажиран 1 лв. средна наличност на определени ресурси, а чрез съотношение (2) - средната наличност на определени ресурси, ангажирани в реализирането на 1 лв. икономически ефект. Чрез съотношение (3) се изчисля-

<sup>2</sup> Уточняваме, че под единица ресурси, единица разходи и единица икономически ефект се разбират съответно 1 или 100 лв. ресурси, разходи и ефект.

<sup>3</sup> Пасивите, т.е. задълженията, са форми на привлечения капитал.

ва икономическият ефект, в чието реализиране е вложен 1 лв. разходи, а чрез съотношение (4) – разходите, вложени в реализирането на 1 лв. икономически ефект.

Съотношенията (1) и (2) дават възможност да се пресметнат величините на ресурсната икономическа ефективност, а (3) и (4) – тези на разходната.

Ако посочените съотношения се умножат с числото 100, тогава получените величини ще имат други тълкувания: величина на икономическия ефект, за чието реализиране са ангажирани 100 лв. средна наличност на определени ресурси; величина на средната наличност на определени ресурси, ангажирани в реализирането на 100 лв. икономически ефект; величина на икономическия ефект, в чието реализиране са вложени 100 лв. разходи; размер на разходите, вложени в реализирането на 100 лв. икономически ефект.

Съществуват и разновидности на ресурсната и разходната икономическа ефективност, а именно *прирастна ресурсна икономическа ефективност* и *прирастна разходна икономическа ефективност*. Техните величини се изчисляват чрез следните съотношения:

$$(5) \frac{\Delta \text{ Икономически ефект}}{\Delta \text{ Ресурси (средна наличност)}} \quad (6) \frac{\Delta \text{ Ресурси (средна наличност)}}{\Delta \text{ Икономически ефект}}$$

$$(7) \frac{\Delta \text{ Икономически ефект}}{\Delta \text{ Разходи}} \quad (8) \frac{\Delta \text{ Разходи}}{\Delta \text{ Икономически ефект}}$$

*Забележка.* С  $\Delta$  е означен прирастът.

Чрез съотношение (5) се установява прирастът на икономическия ефект, за чието реализиране е ангажиран прираст на един 1 лв. средна наличност на определени ресурси, а чрез съотношение (6) – този на средната наличност на определени ресурси, ангажирани в реализирането на прираст от 1 лв. икономически ефект. Чрез съотношение (7) се изчислява прирастът на икономическия ефект, в чието реализиране е вложен прираст от 1 лв. разходи, а чрез съотношение (8) – този на разходите, вложени в реализирането на прираст от 1 лв. икономически ефект.

### **Показатели за икономическа ефективност на дружествата със специална инвестиционна цел, секюритизиращи недвижими имоти**

Посочените съотношения намират конкретизация в показатели за измерване на икономическата ефективност на дружествата, секюритизиращи недвижими имоти. Тези показатели могат да се използват и за планиране, анализ и контрол на ефективността. Ето някои от тях:

Икономическа ефективност на дружествата със специална инвестиционна цел

- (9) Коефициент на ефективност на капитала =  $\frac{\text{Приходи (общо)}}{\text{Капитал (общо)}}$
- (10) Коефициент на ефективност на собствения капитал =  $\frac{\text{Приходи от недвижимите имоти + Приходи от такси за административно обслужване}}{\text{Собствен капитал}}$
- (11) Реципрочен коефициент на ефективност на собствения капитал =  $\frac{\text{Собствен капитал}}{\text{Приходи от недвижимите имоти + Приходи от такси за административно обслужване}}$
- (12) Коефициент на недвижимите имоти, предоставени по различни договори =  $\frac{\text{Приходи от недвижимите имоти + Приходи от такси за административно обслужване}}{\text{Недвижими имоти, предоставени за ползване по различни договори}}$

И четирите коефициента са показатели за ресурсна икономическа ефективност. При тях икономическият ефект е под формата на приходи (общо) и на приходи, които са сбор от приходи от недвижимите имоти и от таксите за административно обслужване. Ресурсите са целият капитал, собственият капитал, както и недвижимите имоти, предоставени за ползване по различни договори (за наем, за аренда, за оперативен лизинг и за управление).

Във формулите, чрез които се изчисляват величините на показателите, се отразяват средните балансови стойности капитала (общо), на собствения капитал и на недвижимите имоти. Средната балансова стойност на всеки от тези ресурси за определен период се установява, като се сумира балансовата стойност на ресурса в началото на периода (тя съвпада с тази на същия ресурс в края на предходния период) с балансовата стойност на ресурса в края на същия период и получената сума се раздели на числото 2.

*Недвижимите имоти, предоставени за ползване по различни договори*, се третират от дружествата със специална инвестиционна цел като инвестиционни имоти (с изключение на предоставените по договори за финансов лизинг).

*Приходите (общо)* включват всички приходи на дружеството за същия период, за който е изчислена средната величина на съответния ресурс.

*Капиталът (общо)* включва собствения и привлечения капитал,<sup>4</sup> както и приходите за бъдещи периоди.

Приходи от недвижимите имоти са тези от наеми (при имоти, предоставени по договори за наем), от арендни плащания (при имоти, предоставени по

<sup>4</sup> Неговите форми на проявление са провизиите и сходните задължения, а също и задълженията и финансиранята.

договори за аренда), от лизингови възнаграждения (при имоти, предоставени по договори за оперативен лизинг) и приходите по договори за управление на недвижими имоти, когато са налице имоти, предоставени по такива договори. При изчисляването на показателите за ефективност към тези приходи се прибавят и приходите от таксите за административно обслужване (ако има такова). Това обслужване се осъществява от обслужващото дружество (или дружества), с което АДСИЦ е сключило договор. Ползвателите на недвижимите имоти заплащат за това обслужване на дружеството, притежаващо имотите.

Ако за съответния период са отчетени и приходи от последваща оценка на имотите, те също се прибавят при изчисляването на икономическата ефективност.

Когато дружеството е предоставило недвижими имоти по договор за финансов лизинг, лизинговите възнаграждения се отчитат като финансови приходи. Ако е налице такъв случай, тогава тези приходи трябва да се включат в числителя на формула (10) и в знаменателя на формула (11). Тъй като отдадените по подобни договори недвижими имоти не се третират от дружеството като негови активи, това означава, че в числителя на формулата (12) не би трябвало да се включат лизинговите възнаграждения по такъв лизинг.

Формулата, чрез която се изчислява величината на показателя „коэффициент на ефективност на капитала“, е конкретизация на съотношение (1). Формулите, чрез които се изчисляват величините на показателите „коэффициент на ефективност на собствения капитал“ и „коэффициент на ефективност на недвижимите имоти, предоставени по договори“, също са конкретизация на това съотношение. Формулата, чрез която се изчислява величината на показателя „реципрочен коэффициент на ефективност на собствения капитал“ е конкретизация на съотношение (2).

Ще представим и други показатели за икономическа ефективност:

$$(13) \quad \text{Коефициент на ефективност на разходите} = \frac{\text{Приходи от недвижимите имоти} + \text{Приходи от такси за административно обслужване}}{\text{Административни разходи} + \text{Разходи за дейността}}$$

$$(14) \quad \text{Реципрочен коэффициент на ефективност на разходите} = \frac{\text{Административни разходи} + \text{Разходи за дейността}}{\text{Приходи от недвижимите имоти} + \text{Приходи от такси за административно обслужване}}$$

$$(15) \quad \text{Коефициент на прирастна ефективност на разходите} = \frac{\Delta (\text{Приходи от недвижимите имоти} + \text{Приходи от такси за административно обслужване})}{\Delta (\text{Административни разходи} + \text{Разходи за дейността})}$$

Икономическа ефективност на дружествата със специална инвестиционна цел

$$(16) \quad \text{Реципрочен коефициент на прирастна ефективност на разходите} = \frac{\Delta (\text{Административни разходи} + \text{Разходи за дейността})}{\Delta (\text{Приходи от недвижими имоти} + \text{Приходи от такси за административно обслужване})}$$

(13) и (14) са показатели за разходна икономическа ефективност, а (15) и (16) - за прирастна икономическа ефективност.

Формулите за изчисляване на величините на показатели (13) и (14) са конкретизация на съотношения (3) и (4), а тези за изчисляване на величините на показатели (15) и (16) - на съотношения (7) и (8).

Административните разходи са свързани с административната дейност на дружеството (разходи за заплати, за електрическа енергия и др.), а тези за дейността – с разходи за поддръжка на недвижими имоти, възнаграждения на обслужващите дружества, застраховки на имотите и т.н.

*Повишаването на икономическата ефективност* се осъществява по няколко начина. Първият е увеличаване на икономическия ефект и непроменяне на величината на ресурсите (средна наличност) или разходите, които са вложени в неговото реализиране. Вторият начин е увеличаване на икономическия ефект в по-голяма степен, отколкото на ресурсите (средна наличност) или разходите, които са вложени в неговото реализиране – например при повишаване на ефекта 3 пъти, а на ресурсите (средна наличност) или разходите 2 пъти икономическата ефективност нараства. Възможен е и трети начин – икономическият ефект да се понижи с темп, по-малък от този на намаляване на ресурсите (средна наличност) или разходите. Например, ако ефектът се намали 2 пъти, а ресурсите (средна наличност) или разходите - 3 пъти, тогава ефективността нараства.

*Намаляването на икономическата ефективност* се реализира също по няколко начина. Първият е понижаване на икономическия ефект и непроменяне на величината ресурсите (средна наличност) или разходите, които са вложени в неговото реализиране. Вторият начин е повишаване на икономическия ефект в по-малка степен, отколкото ресурсите (средна наличност) или разходите, вложени в неговото реализиране – например при увеличаване на ефекта 3 пъти, а на ресурсите (средна наличност) или разходите 4 пъти икономическата ефективност спада. Третият начин е ефектът да се намали с по-голям темп, отколкото ресурсите (средна наличност) или разходите. Например, ако ефектът се понижи 3 пъти, а ресурсите (средна наличност) или разходите - 2 пъти, тогава ефективността намалява.

Казаното за начините за увеличаване и намаляване на икономическата ефективност се отнася и до увеличаването и намаляването на прирастната икономическа ефективност.

Показателите за икономическа ефективност на дружеството, секюритизиращо недвижими имоти, се използват при нейното планиране, анализ и контрол.

### Модели за планиране, анализ и контрол на икономическата ефективност на АДСИЦ, секюритизиращи недвижими имоти

Първият модел е *моделът Дюпонт*. При него съотношението печалба/активи се трансформира в съотношенията печалба/приходи и приходи/активи (умножението на тези две съотношения води да получаване на първото), т.е.:

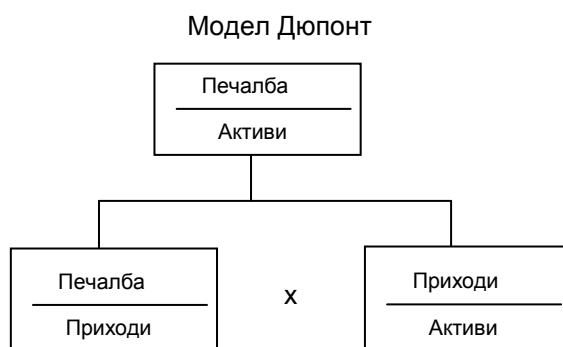
$$\frac{\text{Печалба}}{\text{Активи}} = \frac{\text{Печалба}}{\text{Приходи}} \times \frac{\text{Приходи}}{\text{Активи}}$$

*Забележка.* С х е означено умножение.

При неговото прилагане по отношение на дадено дружество се вземат предвид средната наличност на активите за съответния период, т.е. периодът, за който се отчитат печалбата и приходите на дружеството. Трябва да отбележим, че в различни литературни източници този модел (известен още и като анализ Дюпонт, формула Дюпонт и т.н.) може да се срещне в различни варианти. Тук е възприет един от тях, като представеният модел е съобразен с отчета за всеобхватния доход, който изготвят дружествата със специална инвестиционна цел.

За пръв път моделът е използван в американската химическа корпорация „Дюпонт“ през 20-те години на миналия век, откъдето получава и наименованието си. По онова време широко разпространение са имали съотношенията печалба/приходи и приходи/активи, които обаче са били използвани самостоятелно. В модела Дюпонт, свързвайки чрез умножение тези две съотношения, се получава ново съотношение – печалба/активи. Моделът може да бъде представен и като пирамида (схема 1).

Схема 1



*Забележка.* С х е означено умножение.

Печалбата представлява разликата между по-големия сбор на приходите и по-малкия сбор на разходите на дружеството. Активите се изчисляват като средна величина за периода, за който са отчетени приходите. Както се вижда

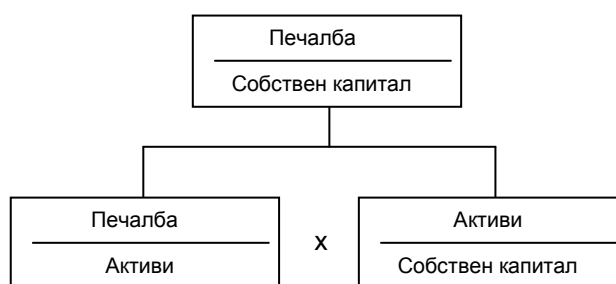


от схема 1, две от съотношенията са за ресурсна икономическа ефективност – печалба/активи и приходи/активи. При тях икономическите ефекти са печалбата и приходите, а ресурсите са активите на дружеството. Величината на съотношението печалба/приходи показва каква печалба носи 1 лв. приходи на дружеството (ако двата показателя са в лева).

В теоретичен план специалистите, разработили анализа Дюпонт, не са новатори. Те използват оригиналната идея за свързване на определени съотношения, която за пръв път е лансирана от Алфред Маршал в книгата му „Елементи на отрасловата икономика“ (1892). Заслугата на специалистите, разработили този анализ, е в това, че благодарение на тях идеята за пръв път намира практическо приложение (схема 2).

Схема 2

Разновидност на модела Дюпонт



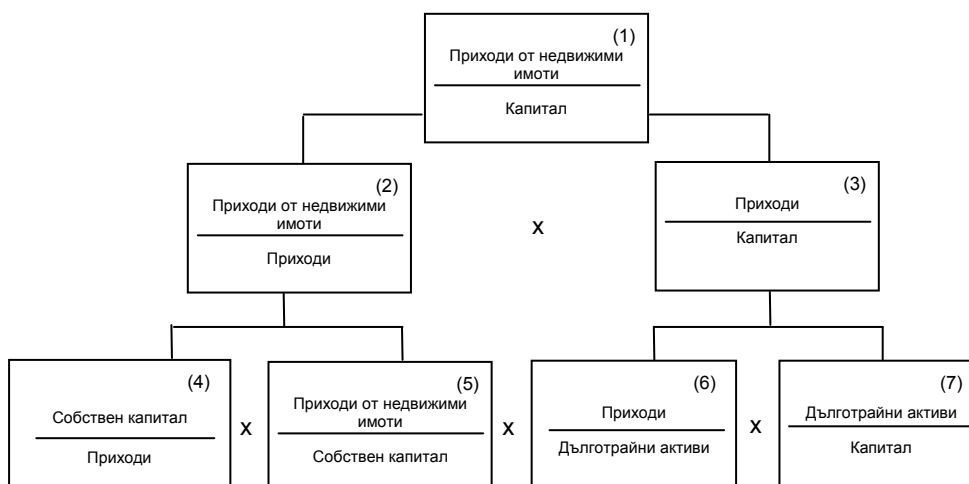
*Забележка.* С x е означено умножение.

Разновидността на модела Дюпонт също може да се прилага по отношение на АДСИЦ. При нея се взимат предвид средните величини на активите и собствения капитал за периода, за който е отчетена съответната печалба. Съотношенията печалба/собствен капитал и печалба/активи са съотношения за ресурсна икономическа ефективност. Съотношението активи/собствен капитал показва каква част от стойността на активите, която се пада на 1 лв. собствен капитал, се финансира от собствения капитал и каква част - от привлечения. Ако величината на съотношението е например 1,38, това означава, че на 1 лв. собствен капитал се пада 1,38 лв. активи, или 1 лв. активи се финансират от 1 лв. собствен капитал, а 0.38 лв. активи - от 1 лв. привлечен капитал (допускаме, че дружеството не е отчетло приходи за бъдещи периоди).

Като вземаме предвид идеята, заложена в модела Дюпонт (обвързване на две съотношения чрез умножение в трето), предлагаме модел със съотношения за икономическа ефективност, който включва седем съотношения (вж. схема 3). Той може да се използва при планирането, анализа и контрола на икономическата ефективност на дружествата, секюритизиращи недвижими имоти (както и моделът Дюпонт и неговата разновидност).

Схема 3

Модел със съотношения за икономическа ефективност на дружествата със специална инвестиционна цел, секюритизиращи недвижими имоти



**Забележка.** С х е означено умножение.

В модела присъстват два икономически ефекта – приходите от недвижими имоти и приходите (общо) на дружеството за съответния период. Ресурсите, които присъстват в съотношенията, са капитал, собствен капитал и дълготрайни активи, като се работи със средните им аритметични величини за периода, за който са отчетени приходите от недвижимите имоти и приходите (общо).

Налице са пет съотношения за ресурсна икономическа ефективност. Едно от тях - (2), разкрива относителния дял на приходите от недвижимите имоти в общите приходи, а съотношение (7) - стойността на дълготрайните активи, която се падат на 1 лв. капитал, т.е. виждаме как е инвестиран 1 лв. капитал. Ако величината на съотношението например е 0,68, това означава, че 1 лв. капитал е инвестиран в 0,68 лв. дълготрайни активи и 0,32 лв. краткотрайни.

Нарастването на величините на съотношения (1), (3), (5) и (6) може да бъде оценено като положително, защото това означава, че средно 1 лв. ресурси се ангажира в реализирането на по-големи икономически ефекти. Намалването на величината на съотношение (4), (при него ресурсът е в числителя, а икономическият ефект - в знаменателя) може да се окачестви като положително, защото това означава, че средно по-малък ресурс (собствен капитал) е ангажиран в реализирането на 1 лв. икономически ефект (приходи).

\*

Разгледаните показатели и модели за икономическа ефективност на дружествата със специална инвестиционна цел, секюритизиращи недвижими имоти,

могат да се използват при планирането, анализа и контрола на тяхната икономическа ефективност с помощта на счетоводната им отчетност. Това означава, че те освен познавателно, имат и практическо значение. Експертите, работещи с показателите и моделите за икономическата ефективност, трябва да умеят да „четат“ необходимата при работа с тези показатели и модели счетоводна информация.

Представените показатели и модели са съобразени с нормативната уредба на България, което засилва тяхната практическа насоченост. Познаването на икономическата ефективност и използването в практиката на знанията за нея, вкл. показателите и моделите, които разгледахме, от страна на финансовите експерти, работещи в дружествата със специална инвестиционна цел, секюритизиращи недвижими имоти, е предпоставка за тяхното стабилно функциониране.

*Използвана литература*

- Добрев, Д.* (1941). Учение за отделното стопанство. С.: „Христо Г. Данов“.
- Дурин, Ст.* (2007). Счетоводство на предприятието. „ФорКом“.
- Георгиев, Г., Е. Евлогиев, Б. Костов* (2008). Счетоводство за мениджъри. ИК „Труд и право“.
- Кийрън, У.* (2008). Ключови коефициенти в мениджмънта. „ИнфоДАР“.
- Костова, Н.* (2010). Финансово - счетоводен анализ. „АКТИВ – К“ ООД.
- Николов, Н.* (1995). Финансов анализ. “Princers”.
- Тимчев, М.* (2011). Финансово-стопански анализ, “Нова звезда”.
- Aman, M., S., Cowen, S., Mandel* (1986). Accounting Today, Principles and Applications. West Publishing Company.
- Brigham, E., J. Houston* (2009). Fundamentals of Financial Management, 12<sup>th</sup> edition. Cengage Learning.
- Horne, J.* (1989). Fundamentals of Financial Management. Prentice-Hall.
- Subramanian, T.* (2009). Financial Management. New Age.
- Viswanath, S.* (2009). Cases In Corporate Finance. Tata: McGraw-Hill.
- Използвани са и информационни продукти на СИЕЛА НОРМА АД

23.IX.2014 г.