

Брюксел, 9.4.2013 г.  
COM(2013) 150 final/2

**ЗЕЛЕНА КНИГА**

**ДЪЛГОСРОЧНО ФИНАНСИРАНЕ НА ЕВРОПЕЙСКАТА ИКОНОМИКА**

(текст от значение за ЕИП)

{SWD(2013) 76 final}

## 1. ВЪВЕДЕНИЕ

Как ЕС отново да поеме по пътя на интелигентен, устойчив и приобщаващ растеж, създавайки работни места, използвайки областите си на конкурентно предимство и в резултат засилвайки конкурентоспособността си на световния пазар е неотложно предизвикателство.

За преодоляването му са необходими широкомащабни дългосрочни инвестиции, както бе посочено в приоритетите на стратегията „Европа 2020“<sup>1</sup>, актуализацията от 2012 г. на съобщението за индустриалната политика<sup>2</sup>, инициативата „Съюз за иновации“<sup>3</sup> и Механизма за свързване на Европа<sup>4</sup>. Дългосрочно инвестиране означава образуване на дългосрочен капитал, което обхваща материални активи (енергетика, транспортни и комуникационни инфраструктури, съоръжения в услуга на промишлеността и услугите, технологии за жилищата, във връзка с изменението на климата и екоиновациите и др.) и нематериални активи (образование и научноизследователска и развойна дейност), които стимулират иновациите и конкурентоспособността. Обществената полза при много от тези инвестиции е дори още по-голяма, тъй като те генерират по-голяма възвръщаемост за обществото като цяло чрез подпомагането на основни услуги и подобряването на жизненото равнище. Въздействието им може да започне да се усеща и в краткосрочен план. В отговор на новите социо-икономически<sup>5</sup> и свързани с опазването на околната среда предизвикателства те позволяват на публичния и частния сектор да произвеждат повече с по-малко ресурси, като улесняват прехода към по-устойчива икономика и повишават нейния производствен и промишлен капацитет. Тенденциите на изменение на климата и изчерпването на природните ресурси поставят допълнителни предизвикателства пред устойчивия растеж, тъй като поради целта за ограничаване на изменението на климата до под два градуса и прекъсване на пряката зависимост на икономическия растеж от ресурсоемкостта налагат повече дългосрочно инвестиране в енергии с ниски въглеродни емисии, както и в енергийна и ресурсна ефективност и инфраструктура.

За да подсилят тези дългосрочни инвестиции, частният и публичният сектор, независимо от мащаба им, се нуждаят от достъп до предвидимо, дългосрочно финансиране. Капацитетът на дадена икономика за предоставяне на такова дългосрочно финансиране зависи от способността на финансовата ѝ система да насочи ефективно и ефикасно, чрез отворени и конкурентни пазари, спестяванията на публичния и частния сектор, както и на отделните граждани, към подходящите получатели и за подходящите цели. Това може да се извършва чрез различни посредници (банки, застрахователни дружества и пенсионни фондове) или чрез пряк достъп до финансовите пазари. В настоящата Зелена книга се разглежда функционирането на този процес. Предварително условие за канализирането на дългосрочно финансиране на разумна цена е генерирането и привличането на спестявания. Държавата може да подпомогне този процес чрез стабилна фискална политика, ефикасна данъчна система и

<sup>1</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_bg.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_bg.htm)

<sup>2</sup> Вж. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:BG:PDF>

<sup>3</sup> Вж. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0582:FIN:BG:PDF>

<sup>4</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef\\_brochure.pdf](http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf)

<sup>5</sup> В съобщението на Комисията „Социални инвестиции за растеж и сближаване“ (COM(2013) 83) се посочва необходимостта държавите членки да прилагат в по-голяма степен новаторски подходи по отношение на финансирането в социалната сфера, включително чрез участие на частния сектор.

благоприятна делова среда, които да направят икономиката по-привлекателна за инвеститорите, включително чуждестранните.

Правилното концептуализиране на дългосрочното финансиране е от основно значение за подпомагането на структурните икономически реформи и възобновяването на дългосрочната тенденция на икономически растеж. Дългосрочно финансиране е необходимо и през целия жизнен цикъл на дадено дружество, допринасяйки за започването на делова дейност, позволявайки развитието ѝ и след това поддържайки разгръщането ѝ. Чрез него се поддържат дружествата при прехода от един към друг етап на този жизнен цикъл. Всичко това изисква знания и наличието на различни финансови инструменти и процеси. Дългосрочното финансиране спомага и за финансирането на износа, като така допринася за подобряване на външната конкурентоспособност. Значението му за растежа и създаването на работни места бе признато на международно равнище от Г-20<sup>6</sup>.

Финансовата криза засегна способността на европейския финансов сектор да удовлетворява чрез спестяванията потребностите от дългосрочни инвестиции. На фона на настоящата конюнктура на слаби макроикономически показатели кризата преди всичко създаде среда на несигурност и бягство от риска, главно в държавите членки с финансови дисбаланси и при МСП. Финансовата криза засегна и възможността на банките да предоставят дългосрочни заеми, тъй като те са в процес на коригиране на натрупаната прекомерна задлъжнялост. Същевременно тя се отрази неблагоприятно на доверието на заемополучателите и институционалните инвеститори, както и на желанието им да поемат риск.

Основен неин урок е, че възстановяването на финансовата стабилност и доверието на пазарите минава през подходящо регулиране и надзор на финансовия сектор. В рамките на по-широк политически отговор е целесъобразно постигането на такава балансираност на новата регулаторна и надзорна уредба, която оптимално да предоставя възможност на финансовия сектор да подкрепя реалната икономика без опасност за финансовата му стабилност.

Важен въпрос извън тесния контекст на финансовата криза е дали традиционната значителна зависимост на Европа от банковото посредничество при подсигурирането на дългосрочни инвестиции ще отстъпи място на по-диверсифицирана система с по-голям дял на прякото финансиране от капиталовите пазари и по-съществено участие на институционалните инвеститори и алтернативните финансови пазари. Уменията им да управляват риска, както и връзките им с местния бизнес и познаването му, несъмнено са фактори за запазването на ролята на банките при канализирането на дългосрочно финансиране. Не е ясно обаче дали търговските банки ще възобновят в същата степен практиката си да държат дългосрочните активи до падежа им.

Намаляващата роля на банките в дългосрочното финансиране отваря врата за нови потребности и възможност за другите финансови институции и пазарни посредници да насочват средства към дългосрочни инвестиционни замисли. Способността на институционалните инвеститори и пазарите да запълнят тази празнота зависи обаче от немалко условия. Съответстващото балансиране на регулаторната надзорна уредба е едно от тях, но се посочват и евентуалните допълнителни разходи и неподходящи стимули в резултат на счетоводни принципи, методи на оценяване и действия на управляващите активи лица. Освен това европейските пазари на корпоративни

---

<sup>6</sup> Вж. <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>

облигации, акции и секюритизационни инструменти продължават да бъдат относително слабо развити в сравнение с други икономики, като извънбанковото финансиране е до голяма степен недостъпно за МСП.

Осигуряването на ефективни и ефикасни посреднически канали за дългосрочно финансиране е сложна и многопластова задача. Целта на настоящата Зелена книга е да лансира широка дискусия около начините за стимулиране на дългосрочното финансиране, както и за усъвършенстване и диверсифициране на финансовото посредничество във връзка с дългосрочното инвестиране в Европа. От въпросите в допитването става ясно, че при дискусията трябва да се отчита специфичността на различните участници на финансовите пазари, както и да се разглежда разнообразен набор от необходими параметри. Отговорите на въпросите от допитването ще допринесат за по-задълбоченото оценяване от Комисията на пречките пред дългосрочното финансиране с цел установяване на възможните действия за разрешаването им. Евентуалните последващи действия биха могли да приемат различна форма: в някои области например може да се окаже, че е необходимо регулиране, а в други – да се насърчава засиленото координиране и най-добрите практики на равнище на ЕС; те биха могли да бъдат и под формата на конкретни последващи действия на равнище държава членка в контекста на Европейското полугодие. Настоящата Зелена книга се придружава от работен документ на службите на Комисията, в който извършеният в тази връзка анализ се описва по-подробно.

## **2. ПРЕДОСТАВЯНЕ НА ДЪЛГОСРОЧНО ФИНАНСИРАНЕ И ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ДЪЛГОСРОЧНИТЕ ИНВЕСТИЦИИ**

Капацитетът на икономиката да осигурява финансиране за дългосрочни инвестиции зависи от нейната способност да генерира спестявания и да привлича и задържа преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ).

Източниците на дългосрочно финансиране могат да бъдат най-различни – публичният сектор, бизнесът, домакинствата. Публичният и частният сектор също така създават търсене на дългосрочно финансиране. В Европа съотношенията инвестиции/БВП и спестявания/БВП са около 20 %. Това е благоприятно в сравнение с други части на света. Общата картина обаче скрива факта, че през 2011 г. частните инвестиции са били значително под равнището от 2007 г., като този спад е бил четири пъти повече отколкото спада в реалния БВП през същия период<sup>7</sup>. В резултат на слабата макроикономическа конюнктура и перспективи понастоящем както вложителите, така и инвеститорите се намират в среда, характеризираща се с висока степен на несигурност, нежелание за поемане на риск и липса на доверие. Това положение може да има дълготрайно въздействие, като създаде допълнителни постоянни прегради пред предлагането на дългосрочно финансиране и като засегне търсенето:

- **Публичен сектор:** публичните ресурси с източници данъчно облагане и публичен дълг играят ключова роля във финансирането на дългосрочните инвестиции предвид положителните странични ефекти, които често са свързани с публичните инвестиции, и възможността за допълването им с частни инвестиции. Без да се омаловажава ключовата роля на финансирането от държавата на обществените блага и инфраструктура, неизменно предизвикателство представлява постигането на по-голяма ефективност чрез по-систематичен анализ на разходите и ползите, както и

---

<sup>7</sup> Вж. Mckinsey Global Institute (2012 г.).

задълбочен анализ на проектите. Публичните средства (безвъзмездни средства или заеми) освен това се насочват за подпомагане на дългосрочните инвестиции на частния сектор в области, където невъзможността за финансиране от пазара води до недостатъчно равнище на финансиране и/или инвестиране с частни капитали. В тези области публичните ресурси не следва да заместват частното финансиране, а да го катализират и да подпомогнат управлението на съответните рискове;

- **Частен сектор:** Бизнесът подsigурява инвестициите си чрез собствени ресурси или достъп до финансовата система. Анемичното търсене и пазарната нестабилност се отразиха неблагоприятно върху печалбата на предприятията. Същевременно корпоративните инвестиции спаднаха повече и от нея, което в някои държави членки доведе до натрупване на вътрешнофирмени спестявания, особено при големите дружества: смята се, че между 2009 и 2011 г. техните парични наличности и еквивалентни позиции са нараснали с четири процентни пункта<sup>8</sup>. От друга страна, множество МСП страдат от хроничен недостиг на ликвидност;
- **Домакинства:** Домакинствата са основният източник на средства за финансиране на инвестициите. Предпочитаният от тях инструмент са обаче краткосрочните спестявания. За периода 2000—2010 г. например домакинствата са намалили с осем процентни пункта позициите си в акции като част от финансовите си активи<sup>9</sup>. Те обикновено предпочитат ликвидността и лесното възстановяване. Също така се предпочита стабилността, като понастоящем е широко разпространено нежеланието за поемане на риск. Поради това е необходимо да се мобилизират повече дългосрочни спестявания; както и
- **Външно финансиране:** ПЧИ са друг традиционно важен източник на финансиране на дългосрочни проекти. Въпреки кризата, през 2011 г., след рязък спад през последните години, притоците на преки чуждестранни инвестиции в ЕС се възстановиха. ПЧИ в ЕС достигнаха 242 млрд. евро през 2011 г., което представлява нарастване с 13 % спрямо 2010 г. В самия ЕС тяхното разпределение е неравномерно.

Фактор за един дългосрочно обзрим растеж на всяка икономика е способността на финансовия ѝ сектор да насочва гореспоменатите източници на спестявания към **продуктивни инвестиции**. Настоящата Зелена книга разглежда дългосрочните инвестиции като образуване на дълготрайни материални и нематериални капиталови активи. Акцентът е върху производствения (противопоставен на финансовия) капитал – подобно на практиката при националните сметки, където инвестициите се определят като брутообразуване на основен капитал. Образуването на производствен капитал беше сериозно засегнато по време на финансовата криза, като в много държави от ЕС инвестициите са все още под равнището си отпреди кризата. Инвестициите в материален и нематериален производствен капитал са от съществено значение за възстановяването на икономиката на ЕС и ще бъдат крайъгълен камък на всяка дългосрочна стратегия за растеж.

---

<sup>8</sup> Въз основа на проучване на измененията при паричните наличности и паричните еквиваленти на 170 големи европейски нефинансови предприятия, оценявани от агенция Fitch.

<sup>9</sup> Вж. McKinsey Global Institute (2011 г.).

Акцентът се поставя върху дълготрайните капиталови активи (икономическа и социална инфраструктура, сгради, НИРД, образование, иновации) не защото те са важни за растежа от краткотрайните (компютри, мобилни телефони, превозни средства). Обемът на инвестиции при последните обаче е силно процикличен. Понастоящем той е спаднал поради слабите макроикономически перспективи в Европа, но се очаква да се възстанови при съживяването на икономиката. Същото важи и за останалите разходи на производителните предприятия като разходите за персонал (наемане на работна ръка) и покупките на междинни продукти.

Положението е съвсем различно при дългосрочните средства за производство, които се характеризират с дълги периоди на инвестиране/изграждане и изискват **дългосрочно финансиране**, тъй като паричните потоци, представляващи възвръщаемостта от инвестицията, се генерират след значителен период. Тъй като публичната инфраструктура представлява значителен дял от наличния дългосрочен производствения капитал, този вид капитал традиционно има стабилизираща роля за икономиката — това зависи от възможността на държавата да осигури публични инвестиции по антицикличен начин; както и от достатъчната увереност на финансовия сектор в момента на подsigуряване на инвестициите в това, че икономиката ще бъде в разгар, когато периодът на изграждане приключи.

Няма едно-единствено общоприето определение на „дългосрочно финансиране“. В общи линии дългосрочното финансиране може да се счита за процес, при който финансовата система осигурява необходимите средства за инвестиции, простиращи се в рамките на дълъг период. С такова определение се акцентира върху характеристиките, свързани с дългосрочното финансиране<sup>10</sup>. От друга страна, при текущата международна работа под егидата на Г-20 в областта на дългосрочните инвестиции дългосрочното финансиране се определя по-тясно, като се набляга на финансирането с матуритет над пет години, включително източници на финансиране без конкретен падеж (напр. акции).

Въпроси:

- 1) Съгласни ли сте с горния анализ по отношение на предлагането и характеристиките на дългосрочното финансиране?
- 2) Имате ли мнение относно най-подходящото определение на дългосрочното финансиране?

### 3. ПОДОБРЯВАНЕ НА ДЪЛГОСРОЧНОТО ФИНАНСИРАНЕ НА ЕВРОПЕЙСКАТА ИКОНОМИКА

За всички видове финансиране капацитетът на икономиката да подsigури дългосрочно инвестиране зависи от способността на финансовата система ефективно и ефикасно да насочи необходимите средства към подходящите получатели и инвестиционни проекти чрез открити и конкурентни пазари. Това може да се извършва чрез различни посредници (банки, застрахователни дружества, пенсионни фондове) и пряк достъп до финансовите пазари. Въпреки това редица фактори не им позволяват да изпълняват

<sup>10</sup> Тези характеристики включват характеристиките на инвеститора, естеството на актива, вида на финансово посредничество, както и оценяването и определянето на пазарната стойност на актива. За повече подробности вж. придружаващия настоящата Зелена книга работен документ на службите на Комисията.

пълноценно ролята на източници на дългосрочно финансиране. Някои от тях са по-трудно разрешими във времето от други.

Основен урок на кризата е, че възстановяването на финансовата стабилност и доверието на пазарите минава през подходящо регулиране и надзор на финансовия сектор. В тази връзка ЕС следва широкообхватна програма за финансова реформа в допълнение към по-широките фискални и икономически реформи. Финансовата стабилност е от решаващо значение, но сама по себе си не е достатъчна. В рамките на по-широк политически отговор новата регулаторна и надзорна уредба трябва да бъде така балансирана, за да предоставя на финансовия сектор реална възможност и стимули за подкрепа на реалната икономика, включително в областта на данъчното облагане, без опасност за финансовата му стабилност.

Органите на властта и пазарните участници споделят отговорността за създаването на такава среда, с внедряване отново на доверие и сигурност и повишаване на инвестиционната привлекателност на Европа като цяло. Въз основа на това **дейностите за подобряване на дългосрочното финансиране на европейската икономика следва да отчитат широка гама от взаимосвързани фактори:**

- **Способността на финансовите институции за насочване на дългосрочно финансиране;**
- **Ефикасността и ефективността на финансовите пазари при предлагането на инструменти за дългосрочно финансиране;**
- **Взаимосвързаните фактори, които позволяват дългосрочни спестявания и финансиране; както и**
- **Улесненият достъп на МСП до банково и извънбанково финансиране.**

### **3.1. Способност на финансовите институции за канализиране на дългосрочно финансиране**

#### **Търговски банки**

Банките традиционно са най-големите финансови посредници в Европа. Делът на банковия сектор в ЕС е значителен в сравнение с други части на света, особено САЩ, и отразява по-силната зависимост на Европа от банковото посредничество. Погледнато в перспектива това създава предизвикателства за дългосрочното финансиране.

Кризата подчерта рисковете от прекомерното прибягване до ливъридж и трансформация на падежите. Това, както и анемичното търсене в някои държави в рецесия, принуди редица банки да намалят задлъжнялостта си, спомагайки в частност за настоящия недостиг на дългосрочно финансиране<sup>11</sup>. Дори след приключването на процеса на ограничаване на задлъжнялостта, новата оценка на риска в резултат на кризата ще повиши цената на капитала. Разходите, свързани с инструментите за управление на банкови кризи, могат да доведат до същия резултат въпреки положителния ефект за обществото и икономиката от създаването на по-предвидим

<sup>11</sup> Например проучването на ЕЦБ за банковото кредитиране от октомври 2012 г. показва, че нетното изражение на по-строгите кредитни стандарти за банките в еврозоната за заеми или кредитни линии за бизнеса е увеличение с 15 % в сравнение с 10 % през второто тримесечие на 2012 г. Обемът на новопредоставените дългосрочни заеми също спадна значително през първата половина на 2012 г. и тяхното равнище би трябвало да се понижи чувствително в най-скоро време.

банков сектор. От своя страна, обвързаността на банките с държавния дълг и по-строгата нормативна уредба увеличиха концентрирането на дейността на вътрешните за тях пазари, което доведе до намаляване на трансграничното финансиране и до разпокъсаност на единния пазар и в крайна сметка – до **допълнително намаляване наличността на финансови средства и повишаване цената на капитала, по-специално в държавите, подложени на финансов натиск**.

Погледнато в перспектива, с общите европейски **пруденциални правила за банките** се цели предпазване от повторение на ексцесиите от миналото, подобряване устойчивостта на банките към риска и насърчаване на доверието, както и установяване на единни параметри с оглед защита на целостта на единния пазар. От дългосрочна финансова гледна точка, пруденциалните изисквания трябва да обхванат рисковете, пред които са изправени банките при използването на краткосрочни депозити за финансирането на дългосрочни заеми. Това само по себе си не означава, че ограничаването на възможността за банките да използват краткосрочно финансиране по такъв начин води до намаляване на кредитирането на реалната икономика. Потенциалният компромис обаче между ограничаването на генерирането на ликвидност с оглед гарантирането на стабилност и осигуряването на дългосрочно финансиране за реалната икономика обяснява нуждата от подходящо балансиране и поетапно прилагане на правилата. Неотдавнашните предложения на Базелския комитет по отношение на изискванията за ликвидност са насочени към увеличаване устойчивостта на банките, като същевременно се гарантира, че ограниченията върху трансформацията на падежите не крият нежелани последствия. Комисията предложи период на наблюдение, както и преразглеждане на калибрирането на параметрите при изискванията за ликвидност<sup>12</sup>.

Друга последица от кризата, която би могла да засегне способността на банките да канализират дългосрочното финансиране, е нарастващият дебат за това дали допълнителните реформи, пряко насочени към тяхната структура, ще ограничат още повече вероятността от изпадане в несъстоятелност и неговото въздействие, по-добре ще гарантират продължаването на основните икономически функции и по-добре ще защитят уязвимите непрофесионални клиенти. В неотдавнашния доклад на експертната група на високо равнище по **реформирането на структурата на банковия сектор на ЕС** се посочва как действията на банките през последните десетилетия са довели до прекомерно увеличение на вътрешнофинансовата дейност за сметка на клиентската, част от която е дългосрочното финансиране на предприятията. Групата препоръча ограничаване и отделяне на рисковите дейности на финансовите пазари. Комисията понастоящем обмисля възможни мерки във връзка с доклада на групата.

Естествено, банките няма да изчезнат от посредническата верига в Европа. Тяхната оценка на кредитния риск, както и връзките им с местния бизнес и познаването му, са фактори за запазването на важната им роля и необходимостта от нея. Настъпилите от началото на банковата криза изменения обаче отвориха врата за нови потребности и възможност за други посредници да допълнят ролята на банките чрез по-балансирано насочване на средства към дългосрочни инвестиционни замисли.

<sup>12</sup>

Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/regcapital/new\\_proposals\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm).

Въпрос:

3) Предвид изменяния се характер на банковия сектор, каква роля виждате в перспектива за банките при канализирането на дългосрочно финансиране?

### Национални и многостранни банки за развитие и финансови стимули

Банките за развитие с дейност както в национален, така и в международен мащаб, следва да участват в катализирането на дългосрочното финансиране и да засилят ефикасността и ефективността на финансовите пазари и инструменти. Въпреки положителния нетен принос на някои инвестиции за икономическото благосъстояние, случаите на неефективност на пазара могат да попречат на инвеститорите да поемат някои рискове и/или да предприемат някои инвестиционни решения. В тези случаи националните и многостранните банки за развитие могат да бъдат полезни за стимулиране на частното финансиране предвид целите им, свързани с обществен интерес от добавена стойност в по-широк социо-икономически и свързан с околната среда аспект, а не само тясно финансов. Те действат при реална неефективност на пазара, поради което участието им може да играе съществена антициклична роля по стабилизиране на разходите за финансиране за някои категории инвеститори и противопоставяне на късогледството на някои пазарни участници. Важно е банките за развитие да бъдат управлявани по начин, който гарантира, че изгодният им достъп до финансиране не се използва за отблъскване на частните капитали. Всъщност те би трябвало да се стремят да ги катализират в областите, където притокът им е бавен.

Пряко или непряко, публичната намеса може да се изразява в предлагането или подпомагането на гама финансови продукти, включително поделение и/или обезпечаване на риска<sup>13</sup>, както и в свързването на финансовите посредници в подходящи мрежи<sup>14</sup>. Съгласно текущия бюджет на ЕС редица финансови инструменти на равнище ЕС<sup>15</sup>, някои от които управлявани съвместно от Комисията, Европейската инвестиционна банка (ЕИБ) и Европейския инвестиционен фонд (ЕИФ), както и в партньорство с държавите членки, имат за цел преодоляването на конкретна пазарна неефективност и осигуряване на по-лесен достъп до финансиране, включително дългосрочно финансиране<sup>16</sup>. Погледнато в перспектива, многогодишната финансова

<sup>13</sup> Например продуктите във връзка с т.нар. мостово финансиране биха могли да успокоят страховете на инвеститорите или финансовите институции от поемане на риск. Те могат да включват кредит „първа загуба“ или кредитно подобрение чрез кредитиране тип „мечанин“; инструменти, насочени към широкомащабни демонстрационни проекти на ранен етапи с публично-частно финансиране.

<sup>14</sup> Например чрез Long-Term Investors Club. Вж. <http://www.ltic.org/>.

<sup>15</sup> Собствен или рисков капитал, гаранции или други инструменти с поделение на риска, финансирани от бюджета на ЕС или на структурните фондове. За повече информация вж. съобщението на Комисията „Рамка за следващото поколение иновативни финансови инструменти – платформи за капиталови и дългови инструменти на ЕС“ (COM(2011) 662).

<sup>16</sup> Например инициативата „Облигации за проекти“ и инструменти, финансирани от структурните и инвестиционните фондове на ЕС, които осигуряват финансиране на МСП, общини и инфраструктурни проекти чрез дългови инструменти, финансиране тип „мечанин“ и капиталово участие. През 2011 г. Комисията предложи законодателен пакет в областта на инфраструктурата, съставен от нов бюджетен инструмент — Механизма за свързване на Европа, преработени Насоки за транспорта, енергетиката и ИКТ и Програма за конкурентоспособност на предприятията и за МСП (COSME). Комисията и ЕИБ разработиха два инструмента за финансиране с поделение на риска: Инструмента за финансиране с поделение на риска (МФПР), предназначен за дружества с интензивна научно-изследователска и развойна дейност, и инструмента за гарантиране на заеми за проекти по TEN-T (LGTT), предназначен за транспортни проекти. За периода 2007—2013 г. по структурните фондове на ЕС бяха инвестирани не по-

рамка (МФР) ще прибягва все повече до финансови инструменти; те могат да играят важна роля за увеличаване на въздействието на изразходваните от ЕС средства, а и за по-нататъшно мобилизиране и катализиране на частни капитали за дългосрочно финансиране. Така за по-голямата част от МФР, включително всички структурни инструменти на ЕС, се позволява използването на финансови инструменти. Тяхната ефективност ще зависи от тясното свързване в мрежа и сътрудничество между Комисията, Групата на ЕИБ и държавите членки.

Важно е също така публичната намеса да не допринася за фрагментирането на единния пазар. За предотвратяването ѝ, както и за повишаването на добавената стойност в резултат на един подход на равнище ЕС, могат да спомогнат координираността, оценяването и упражняването на контрол на действията на национално равнище и равнище ЕС. От своя страна засиленото сътрудничество между националните и многостранните банки за развитие под егидата на Комисията и ЕИБ може да предостави механизъм за такава координираност, например чрез подкрепа за създаването на европейски обединения по икономически интереси за финансиране на трансгранични проекти. Вниманието вероятно заслужават резултатите от дейността на чуждестранните държавни фондове, както и възможността за засилване или създаване на европейски такива.

Въпроси:

*4) Кой е оптималният начин, по който националните и многостранните банки за развитие биха могли да подпомогнат финансирането на дългосрочни инвестиционни замисли? Възможно ли е засилване на координираността между тези банки с оглед постигането на целите на ЕС в тази област? Кой е оптималният начин, по който финансовите инструменти, финансирани по бюджета на ЕС, биха могли да подпомогнат финансирането на дългосрочното инвестиране в устойчив растеж?*

*5) Има ли други инструменти на разположение на администрацията, както и регулаторни рамки, които могат да подпомогнат финансирането на дългосрочните инвестиционни замисли?*

### **Институционални инвеститори**

Предвид по-продължителния времеви обхват на своите бизнес модели, институционалните инвеститори — (живото)застрахователни дружества, пенсионни фондове, взаимни фондове, фондации — са подходящи доставчици на дългосрочно финансиране. Общо те притежават активи на стойност от порядъка на 13,8 трилиона евро, което е повече от БВП на ЕС<sup>17</sup>. Ролята на доставчици на дългосрочен капитал бе поета и от други институционални инвеститори — държавни инвестиционни фондове, фондове за финансиране на инфраструктурни проекти и донякъде дялов капитал. Рисковият капитал също може да осигури дългосрочно финансиране.

Голямата продължителност на пасивите позволява на институционалните инвеститори, поне по принцип, да правят инвестиции в дългосрочни производствени активи с по-дълъг времеви хоризонт на държане, като постигат по-висока доходност, компенсираща ги за дългосрочните рискове и присъщата на много от тези активи по-ниска ликвидност. По-дългият хоризонт им позволява да действат търпеливо, антициклично,

---

малко от 10,7 млрд. EUR в инструменти за финансов инженеринг, главно от ЕФРР за подпомагане достъпа на МСП до финансиране. В дългосрочен план тези средства ще бъдат повторно инвестирани за развитието на европейската икономика.

<sup>17</sup>

Вж. Fitch 2011 г. и EFAMA (2012 г.).

без прекомерна фиксация върху краткосрочната перспектива и без належаща необходимост от трансформация на падежите. Потребността от диверсифициране и търсенето на доходност в контекста на ниски лихви насочи експанзията им към дългосрочното финансиране чрез заделяне на значителен дял от портфейла си за дългосрочни инструменти като собствен капитал, дялов капитал и други неликвидни активи.

В този контекст институционалните инвеститори, както и банките, са задължени да спазват редица пруденциални разпоредби и да се съобразяват със счетоводните стандарти. В новите пруденциални правила за **застрахователните предприятия** (Директивата „Платежоспособност II“)<sup>18</sup> от тях се изисква да притежават активи, съответстващи на естеството и продължителността на пасивите им; държането на дългосрочни инвестиции е съобразено със социалните функции на тези предприятия. С Платежоспособност II се цели въвеждането на съгласуван икономически режим, основан на риска, и оценяването на активите по съобразена с пазарната реалност икономическа стойност. Въздействието на новите пруденциални правила върху способността на застрахователите за предоставяне на дългосрочно финансиране ще зависи отчасти от отправното състояние на всеки от тях, както и от точните критерии за начина на третиране на дългосрочните активи. Дискусията се съсредоточи върху това как да се гарантира, че капиталовите изисквания, приложени към рисковите активи, няма да тежат прекомерно върху държането на дълготрайни активи, както и че няма да бъдат ограничени положителните стимули на Платежоспособност II за насърчаване координирането на матуритетите на дългосрочните пасиви и дългосрочните инвестиции.

В тази връзка службите на Комисията поискаха от Европейския орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (ЕОЗППО) да проучи дали е необходимо адаптиране на детайлното калибриране на капиталовите изисквания за инвестиции в определени активи в рамките на режима „Платежоспособност II“ (включително инфраструктурно финансиране и облигации за проекти, финансиране на МСП, секюритизиране на дълг и др.), така че да се гарантира отсъствието на пречки за дългосрочното финансиране, без това да създава допълнителни пруденциални рискове. Комисията, Съветът и Европейският парламент също така обсъдиха мерки за улесняване предоставянето на застрахователни продукти с дългосрочни гаранции и дългосрочни инвестиции по „Платежоспособност II“. ЕОЗППО ще направи оценка на тези мерки до юни 2013 г. Въз основа на тези технически констатации Комисията ще докладва за подходящите мерки, които биха могли да бъдат включени в Директивата „Платежоспособност II“ или в свързаните делегирани актове.

Пенсионните фондове трябва да контролират риска, така че да осигурят за бенефициерите си необходимата годишна доходност. Капиталовите изисквания за пенсионните фондове се различават в отделните държави членки, а се различават и от тези за застрахователите с оглед отчитане, от една страна, на рисковете, на които са подложени фондовете за професионално пенсионно осигуряване, а от друга — на финансовите ресурси, до които те могат да имат достъп. Комисията възнамерява да преразгледа директивата за институциите за професионално пенсионно осигуряване (ИППО)<sup>19</sup>. Сред целите на прегледа е засилване защитата на членовете на схемата и улесняване на трансграничната дейност в областта. Важно ще бъде да се постигне новите пруденциални правила за професионалните пенсионни схеми да не отблъскват

<sup>18</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/solvency/future/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm).

<sup>19</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/pensions/directive/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm).

устойчивото дългосрочно финансиране. При преразглеждането на директивата за ИППО ще трябва следователно да се вземе под внимание потенциалното въздействие върху дългосрочното финансиране и икономическия растеж.

Върху способността на институционалните инвеститори да бъдат източник на дългосрочно финансиране влияят обаче не само пруденциалните правила, а и редица други структурни фактори. Икономическият спад е вероятно да окаже трайно въздействие върху дългосрочните им инвестиционни стратегии, при които би могла да преобладава предпазливостта. Например средната експозиция на институционалните инвеститори към инфраструктурни активи остава ниска в сравнение с тази към недвижимите имоти или спрямо реалните потребности от инвестиции в инфраструктурата. От гледна точка на управлението на риска и диверсификацията, институционалните инвеститори може да са обезпокоени от големия мащаб на дългосрочните инвестиционни проекти. Също така, функциите на институционалните инвеститори извън банковия сектор по управление на активи могат да се окажат неприспособени към боравене с по-нисколиквидни активи – дейност, често изпълнявана преди от застрахователите в областта на кредитното подобрене, които са гарантирали такива активи. Това означава, че за да могат да взимат обосновани инвестиционни решения някои инвеститори ще трябва да разширят уменията си.

Уместно е следователно да се разгледат инициативи за обединяване на финансови ресурси<sup>20</sup> и структуриране на финансови пакети съобразно различните фази на риска. В тази връзка своя принос биха могли да дадат диалогът между инвеститорите и нефинансовите предприятия, както и разпространението на най-добри практики и различни казуси<sup>21</sup>. От своя страна Комисията пое ангажимент<sup>22</sup> да направи предложения за възможни форми на **фондове за дългосрочни инвестиции (ФДИ)**. Първите реакции от заинтересованите страни позволяват да се предположи, че този нов инструмент би улеснил набирането на капитал в рамките на Съюза. ФДИ би могъл да помогне на големите и средни институционални инвеститори да инвестират например в инфраструктурни проекти. Той би могъл да допринесе и за диверсифицирането на портфейлите им и разпределянето на риска. Също така, управителите на ФДИ биха могли да бъдат източник на допълнителен експертен опит за начина на третиране на основните операции или на подбиране и управление на дългосрочните инфраструктурни проекти.

**Въпроси:**

- 6) Доколко и как институционалните инвеститори биха могли да играят по-голяма роля в променящия се контекст на дългосрочното финансиране?*
- 7) Как може да се постигне оптимално равновесие между пруденциалните цели и стремежа за подкрепа на дългосрочното финансиране при разработването и прилагането на пруденциалните правила както за застрахователните и презастрахователни дружества, така и за пенсионните фондове като ИППО?*
- 8) Какви са пречките пред създаването на механизми за обединяване на*

<sup>20</sup> Сред съществуващите примери са предложената пенсионна инфраструктурна платформа в Обединеното кралство и идеи за образуване от някои регионални пенсионни фондове на общ фонд за дялово и инфраструктурно финансиране.

<sup>21</sup> Например за установяването на възможности за разработване на адаптирано финансиране и новаторски финансови инструменти за подпомагане на действия за повишаване ефективността на ресурсите бе създадена кръгла маса по финанси.

<sup>22</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/smact/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_en.htm).

*инвестициите? Биха ли могли да бъдат разработени платформи на равнище ЕС?*

*9) Какви други варианти и инструменти биха могли да бъдат разгледани, за да се увеличи капацитетът на банките и институционалните инвеститори за канализирането на дългосрочно финансиране?*

### **Комбинирано въздействие на регулаторната реформата върху финансовите институции**

ЕС започна широкомащабна програма за реформиране на финансовия сектор. При анализа на всички приети и планирани бъдещи промени на пруденциалните разпоредби, насочени към различните участници от финансовия сектор (банки, застрахователни дружества, пенсионни фондове и др.) е от значение дали тяхното кумулативно въздействие върху дългосрочното макроикономическо капиталообразуване би било по-голямо от сбора от въздействията на всяка реформа, взети поотделно. Например, ако вследствие на по-строгите изисквания за ликвидност банките намалят експозицията си към дългосрочни реални активи, институционалните инвеститори с дългосрочни пасиви биха могли да запълнят празнотата – поне докато нормативната уредба не налага прекомерно втрещване върху краткосрочната волатилност. От друга страна, едновременното въвеждане на изисквания за ликвидност за различните участници на финансовите пазари може да направи непривлекателни инвестициите в по-нисколиквидни активи и така да блокира едновременно няколко възможни канала за финансиране на дългосрочни инвестиционни замисли.

Това изисква наблюдение отблизо на всички кумулативни ефекти от реформирането на пруденциалните разпоредби. Международните регулаторни органи като Съвета за финансова стабилност и групата на министрите на финансите и централните банки на държавите от Г-20 вече разглеждат този въпрос. Предизвикателството се състои в постигането на регулаторните цели за макрофинансова стабилност и по-голяма регулаторна съгласуваност в световен мащаб по начин, който свежда до минимум всякакви фактори, възпрепятстващи финансирането на производствени дългосрочни инвестиции.

Въпрос:

*10) Имат ли настоящите и планираните реформи на пруденциалните разпоредби кумулативно въздействие върху равнището и цикличността на съвкупните дългосрочни инвестиции и колко значително е то? Как би могло да бъде преодоляно най-успешно всяко отделно въздействие?*

### **3.2. Ефикасност и ефективност на финансовите пазари при предлагането на инструменти за дългосрочно финансиране**

За предоставянето на по-широк набор от инструменти за канализиране на дългосрочното финансиране са необходими не само институционални инвеститори, а и добре функциониращи и интегрирани в дълбочина капиталови пазари и инфраструктури.

През последните няколко десетилетия европейските облигационни пазари се развива изключително динамично<sup>23</sup>. Облигациите, емитирани от европейски нефинансови

<sup>23</sup>

Например съвкупните непогасени дългови ценни книжа, емитирани от нефинансовите корпорации в еврозоната, възлязоха на 940 млрд. EUR през юли 2012 г.; за сравнение, в началото на 2008 г. те са възлизали на около 652 млрд. EUR (източник: ЕЦБ).

дружества, обаче все още представляват едва 15 % от корпоративния дълг – сравнително скромна дял в сравнение с други икономики. На практика само големите предприятия имат достъп до европейските облигационни пазари, докато рядко дружествата със средна пазарна капитализация и МСП успяват да се финансират чрез тях. Европейските секюритизационни пазари също са недоразвити в сравнение с други части на света, което допълнително ограничава наличните инструменти за дългосрочно финансиране.

Комисията предложи реформи с оглед подобряване на пазарната структура чрез създаването на нови платформи за търговия, повишаване на прозрачността и усъвършенстване на информационните потоци, усъвършенстване на изискванията с цел ограничаване на краткосрочното и спекулативно търгуване, както и подобряване защитата на инвеститорите<sup>24</sup>. Необходимо е да се наблюдава доколко тези реформи успяват да осигурят канализиране на дългосрочно финансиране от страна на капиталовите пазари по възможно най-ефективен начин. Възможно е да се наложат допълнителни усилия.

**Пазарите на обезпечени облигации**<sup>25</sup> се оказаха сравнително устойчиви по време на кризата. Пазарите обаче са разпокъсани по протежение на националните граници и е необходим допълнителен анализ, за да се проучи дали и доколко, в съответствие с най-новите пазарно-ориентирани инициативи, едно засилено хармонизиране би могло да стимулира използването на обезпечени облигации, като същевременно внимателно се отчетат опасенията, свързани с евентуалното затормозяване с активи на счетоводните баланси на банките.

Реформирането на **секюритизационните пазари** също така би могло да спомогне за отприщването на допълнителни източници на дългосрочно финансиране. При условие, че бъдат подвластни на съответен надзор и изисквания за прозрачност на данните, те могат да помогнат на финансовите институции да освободят капитал, който след това да бъде мобилизиран за допълнително кредитиране или управление на риска. Пазарните инициативи за стимулиране на секюритизационните пазари обхващат новите знаци за висококачествени, прозрачни и стандартизирани секюритизации. Съществува потенциал за простите секюритизационни продукти, основани на ясни структури, без прибавяне до ливъридж и които използват добре подбрани, диверсифицирани и нискорискови базови активи. Сред заслужаващите внимание въпроси са отнасящите се до специализираните пазари, в частност ориентираните към МСП, и до подходящите пруденциални правила и надзорни системи. Би могло да се помисли още и във връзка с продуктите, свързани с конкретни сектори.

ЕС като цяло никога не е имал истински **европейски пазар на облигации за проекти**<sup>26</sup>. Комисията съвместно с ЕИБ обърна внимание на този въпрос, като приложиха инициативата „Облигации за проекти“ – решение, опиращо се на финансовите пазари, чиято задача е преодоляване на пазарните недостатъци и недостатъчната кредитоспособност. Инициативата се стреми да докаже осъществимостта на финансиране на инфраструктурни проекти чрез облигации, като крайната ѝ цел е създаването на ликвиден пазар на облигации за проекти. Макар и все още в малък мащаб, пазарните участници също разработват различни инвестиционни

<sup>24</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm).

<sup>25</sup> Обезпечените облигации са облигации, обезпечени с групи от ипотeki, които остават в баланса на емитента, за разлика от обезпечените с ипотека ценни книжа, при които активите се изваждат от баланса.

<sup>26</sup> Облигациите за проекти са частен дълг, емитиран от ръководещото проекта дружество, за финансиране на конкретен задбалансов проект.

платформи, продукти и инструменти за стимулиране на пазарите на облигации за проекти. Полезно е да помисли за допълнителни стимули за използване на облигациите за проекти, като се вземе под внимание и планираната междинна оценка на инициативата<sup>27</sup>.

Разпространено е схващането, че икономиката, предприятията и инвестиционните проекти се нуждаят не от повече дългови инструменти, а от повече **собствен капитал**. Собственият капитал може да бъде по-добър инструмент за финансиране на дългосрочните високорискови инвестиции, както и за инвестиции със значителна информационна асиметрия и опасност от недобросъвестно поведение. Последвалите кризата макроикономическа несигурност и икономическа среда с ниски лихвени равнища изглежда се отразиха обаче неблагоприятно върху търсенето на бизнеса и желанието за поемане на риск що се отнася до дългосрочното инвестиране в собствен капитал. Инвеститорите предпочетоха по-скоро да потърсят убежище в държавните дългови инструменти със стабилна кредитоспособност. Същевременно повече от всякога намаляха възможностите за ППП, което ограничи достъпа на бизнеса до капитал и доведе до нарастване ролята на европейските борси като доставчици не на новопостъпил капитал, а на ликвидност. Като цяло разходите за собствен капитал се запазиха високи, а разходите за финансиране чрез дълг намаляха. В Европа следователно е налице дефицит на финансирането чрез основен капитал, чието резорбиране може да отнеме време. Това развитие изглежда има по-голямо въздействие върху дружествата със средна пазарна капитализация. Държавната политика и регулиране трябва да влияят възможно най-малко върху избора на частните субекти за финансиране чрез дълг или собствен капитал (вж. например по-долу за корпоративното облагане).

Въпроси:

*11) Как може финансирането на дългосрочни инвестиционни замисли от капиталовите пазари да бъде подобро в Европа?*

*12) Как могат капиталовите пазари да спомогнат за преодоляването на недостига на финансиране чрез собствен капитал в Европа? Какво следва да се промени в начина на функциониране на основаното на пазара посредничество, за да може финансирането да бъде насочено по-ефективно към дългосрочни инвестиционни замисли, да се подпомогне по-добре финансирането на дългосрочни проекти в устойчиво в социо-икономически план и по отношение на околната среда развитие, както и да се осигури адекватна защита на инвеститорите и потребителите?*

*13) Кои са предимствата и недостатъците на евентуална хармонизирана рамка за обезпечените облигации? Какви елементи би могла да включва такава рамка?*

*14) Как би могъл да бъде съживен секюритизационният пазар в ЕС с оглед постигането на равновесие между финансовата стабилност и необходимостта от подобряване на трансформациите на падежите, извършвани от финансовата система?*

<sup>27</sup>

Това би могло да включва: а) стандартизиране и открояване на облигациите за проекти, емитирани от съответните дружества в ЕС; б) дали е необходима специална регулаторна рамка; и в) анализ на необходимостта и ползата от разработването на пазар на облигации за проекти (например посредством платформа за търговия). Аналогично, облигациите за проекти биха могли да обхванат т.нар. „зелени“ облигации и специалните облигации за финансиране на демонстрационни проекти на промишлени решения, включително за пионерни такива с търговско измерение.

### 3.3 Взаимосвързани фактори, които позволяват дългосрочни спестявания и финансиране

Има редица други, още по-взаимосвързани фактори по отношение на дългосрочните инвестиции, които следва също така да се разгледат предвид влиянието, което могат да окажат както върху предлагането, така и върху посредничеството на дългосрочно финансиране.

Действията на органите на властта, включително в областта на данъчното облагане, имат важна роля за насърчаването на дългосрочни инвестиционни проекти, изграждането на капацитет и стимули за домакинствата да спестяват дългосрочно, а за участниците на пазара – да насочват дългосрочното финансиране към продуктивни инвестиции. Определяните от тях дългосрочни регулаторни рамки подкрепят развитието на стратегически инвестиционни програми, надхвърлящи границите на политическия цикъл, като осигуряват по-голяма прозрачност и сигурност за инвеститорите и предприятията. В тази връзка е важно намесата на държавата да не нарушава конкуренцията, да не отблъсква частните инвеститори или да унищожава равнопоставеността в конкурентен план в единния пазар.

Някои държави членки също предприеха действия за насърчаване на дългосрочните спестявания и инвестиционните решения на домакинствата. В едни държави бяха приети пенсионни схеми с автоматично участие. Други въведоха целенасочени спестовни сметки<sup>28</sup> за подпомагане финансирането на дългосрочни инвестиционни проекти, предоставяйки (държавно) гарантирана фиксирана възвръщаемост, а в някои случаи – и известни данъчни преференции. Средствата по тези сметки след това се инвестират в обществени блага като болници, социални жилища и университети. В по-дългосрочен план е може би целесъобразно да се помисли дали **наличието на специфични механизми на равнище ЕС** може да помогне за мобилизирането на по-значителни дългосрочни спестявания, по-пряко свързано с мащабните цели на обществото. Този модел ще се нуждае от приспособяване, за да се прилага на равнище ЕС.

Принципите на остойностяване и осчетоводяване, използвани от управителите на активи, както и техните стратегии, също се посочват от много анализатори като фактори, които усложняват посредническата верига, водят до нарастване на разходите за посредничество и създаване на неподходящи стимули като например произтичащите от предпочитането на спекулативните и краткосрочни операции, дължащи се донякъде на схващането, че дългосрочните инвестиции са свързани с по-висок риск и бавна възвръщаемост.

Въпрос:

*15) Кои са предимствата на различните модели в ЕС за специфични спестовни сметки? Възможно ли е да се създаде общ европейски модел?*

#### **Данъчно облагане**

Структурата и равнището на данъчното облагане могат да оказват влияние върху решенията за инвестиране и спестяване и оттам – върху растежа. Като цяло данъчните системи следва да бъдат моделирани така, че да въздействат във възможно най-малка

<sup>28</sup> Например *Livret A* във Франция, *libretti postali* в Италия и *Bausparvertrag* (договорни спестявания, използвани за жилищно финансиране) в Германия.

степен на икономическите решения на физическите лица и бизнеса, освен ако с данъците не се възнамерява коригирането на външни фактори, породени от специфични и ясно определени пазарни дефекти:

- **Данъци и инвестиции:** Корпоративното подоходно облагане е един от многото фактори, които оказват влияние върху решенията за размера на инвестициите, както и за начините на финансирането им. Тенденцията при тези режими в повечето държави членки е да се предпочитат дълговите инструменти пред инструментите на собствения капитал, което стимулира корпоративната задлъжнялост, тъй като лихвените плащания се приспадат, докато за капиталовата възвръщаемост като цяло такова облекчение няма. Една добре моделирана данъчна основа, която ограничава прекомерната задлъжнялост, би могла да заздравя устойчивостта на дружествата към краткосрочни спадове в кредитирането. Реформи в тази насока се срещат обаче в малко на брой държави членки. По-нататъшно обсъждане в ЕС на моделирането на корпоративната данъчна основа във връзка с неутралността ѝ по отношение на изборите за финансиране би могло следователно да бъде от полза;
- **Данъци и спестявания:** Данъчното облагане на спестяванията има редица важни икономически последици, в това число чрез въздействие върху общия им размер в икономиката и оттам – върху разпределянето на капитала и инвестициите. С оглед на това данъчните политики в тази област трябва да се моделират внимателно. Много държави членки вече създадоха редица стимули за увеличаване на (дългосрочните) спестявания, най-вече по отношение на спестяванията за пенсии. В много от тях се прилага и двойна система за облагане на дохода, при която капиталовият доход обикновено е облаган отделно с по-малка ставка от другите източници на доход; както и
- **Данъчни стимули:** Данъчните стимули често се разглеждат като инструменти за насърчаване на някои видове инвестиции; данъчното субсидиране може да бъде оправдано, когато социалната възвръщаемост от инвестицията е по-голяма от възвръщаемостта за самия инвеститор и следователно инвестиционните равнища са под социалния оптимум (например научни изследвания и иновации и опазване на околната среда). Данъчното стимулиране се среща, но използването му може също така да създаде административна тежест чрез увеличаване броя на случаите на освобождаване от облагане или на допълнителните правила, които трябва да се прилагат. Също така, в някои случаи множеството различни национални уредби могат да създадат възможности за арбитраж.

Въпроси:

*16) Какъв тип реформа на режима на корпоративно облагане би подобрила инвестиционния климат, премахвайки асиметричността между дълговите инструменти и инструментите на собствения капитал?*

*17) Какво следва да бъде взето предвид при определянето на национално равнище на стимули за дългосрочни спестявания? По-специално, как следва да се използва данъчното стимулиране за насърчаване на дългосрочните спестявания по балансиран начин?*

18) Кои видове корпоративни данъчни стимули ще са от полза? Какви мерки биха могли да бъдат предприети за предотвратяване на риска от арбитраж при предоставяне на освобождаване от данъци или други стимули за специфични дейности?

19) Би ли подпомогнала по-дълбока данъчна координация в ЕС финансирането на дългосрочните инвестиционни замисли?

### **Счетоводни принципи**

Осчетоводяването не е неутрален процес, то оформя икономическите решения: счетоводните стандарти и оценки (като например МСФО) допринасят за общия език между предприемачи, инвеститори и органи на властта, като увеличават доверието и сигурността. Това означава, че те трябва да съгласуват различни гледни точки: икономическия интерес и интереса на финансовия сектор/инвеститорите. **Осчетоводяването по реална стойност** може да повиши прозрачността и последователността на финансовата информация, тъй като то показва пазарната стойност на активите и пасивите и информира за относителното финансово състояние на различните субекти. Но то може също така да бъде пагубно за стабилността и дългосрочното финансиране. Някои проучвания например показват, че институционалните инвеститори ограничават дела в акции на инвестиционните си портфейли, тъй като собственият капитал се приема за подвластен на по-големи ценови колебания и за по-рисков от облигациите. Според други оценяването с отчитане на пазарната стойност може да поощри дългосрочните инвеститори да увеличат рисковата си експозиция, ако тези ценови колебания бъдат признати извън отчетите им за приходите и разходите. Уместно е следователно въпросът за това дали тези стандарти са подходящи за целта, когато става въпрос за дългосрочни инвестиции, да бъде допълнително разгледан. В този контекст би било полезно да се определят начините за балансиране на точността на предоставяната на инвеститорите информация с достатъчно стимули за държане и управление на изключително дългосрочни активи.

Въпрос:

20) Доколко смятате, че осчетоводяването по справедлива стойност е довело до фиксация върху краткосрочността в поведението на инвеститорите? Какви алтернативи или други начини за компенсиране на такива ефекти могат да бъдат предложени?

### **Споразумения за корпоративно управление**

Начинът на управление на активите може да играе важна роля в дългосрочното финансиране от гледна точка на съгласуването на стимулите за управителите на активи, инвеститорите и дружествата с дългосрочните стратегии, като се уталожат опасенията за недалновидни или спекулативни решения и агентски взаимоотношения. Вече са въведени правила по отношение на фидуциарните задължения, конфликтите на интереси, възнаграждението, упражняването на права на глас и разходите по оповестяване, както и предоставянето на консултантски услуги по инвестиране и услуги по управление на портфейли<sup>29</sup>. В **Плана за действие по отношение на**

<sup>29</sup>

Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits\\_directive\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm) and [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm)

**европейското дружествено право и корпоративното управление**<sup>30</sup> са описани допълнителни действия, включително чрез възможни изменения на Директивата за правата на акционерите. Биха могли да бъдат разгледани и допълнителни мерки, включително по-нататъшно оценяване на начина на структуриране на стимулите за управителите на активи, за да се вземат по-добре под внимание дългосрочните съображения и да се изиска повече прозрачност от управителите на активи при изпълнението на фидуциарните задължения. Бяха предложени идеи и за насърчаване на дългосрочната заинтересованост на акционерите като варианти за предоставяне на дългосрочните инвеститори на по-големи права на глас или дивиденди – нещо, което би могло да бъде предмет на по-нататъшно обмисляне.

Въпроси:

21) *Какви стимули биха могли да насърчат дългосрочната заинтересованост на акционерите?*

22) *Как да бъдат моделирани мандатите и стимулите, предоставяни на управителите на активи, за да се подкрепят дългосрочните инвестиционни стратегии и взаимоотношения?*

23) *Необходимо ли е да се преразгледа определението на фидуциарни задължения в контекста на дългосрочното финансиране?*

### **Изисквания за оповестяване и отчитане**

Неотдавна проведените анализи подчертават нарастващото търсене за **оповестяване от дружествата на нефинансова информация**. Проучванията показват, че дружествата, които систематично управляват по проактивен начин аспектите на операциите си, свързани с икономическата им устойчивост, имат по-ниски разходи за капитал и имат тенденция да надскачат конкурентите си в дългосрочен план. Обичайните изисквания за оповестяване могат да се окажат недостатъчни за стимулирането на дългосрочни инвестиционни решения, поради което Комисията работи по разработването на по-сOLIDна нефинансова рамка за отчитане. Оповестяването на нефинансова информация от управителите на активи и собствениците също заслужава допълнително проучване, включително за начина на отразяване на специфични рискове и въздействия във връзка с устойчивостта при управлението на портфейли. Редица анализатори също така смятат, че **тримесечните отчети** създават погрешни стимули, тласкащи участниците на пазара да се съсредоточават върху краткосрочните резултати. При прегледа на Директивата за прозрачността<sup>31</sup> Комисията предложи премахване на задължението за предоставяне на тримесечни отчети.

**Базовите показатели и кредитните рейтинги** също могат да бъдат съсредоточени върху годишни или по-краткосрочни периоди. Комисията предложи въвеждането на по-строги правила за намаляване на зависимостта от традиционните рейтинги, като през ноември 2012 г. бе постигнато политическо споразумение относно няколко законодателни реформи<sup>32</sup>. Разработването на показатели и рейтинги за балансиране на стимулите за мислене в дългосрочна перспектива и отчетността в краткосрочен план би могло да представлява полезен инструмент в подкрепа на дългосрочните инвеститори.

<sup>30</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/121212\\_company-law-corporate-governance-action-plan\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf)

<sup>31</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf)

<sup>32</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm)

Въпроси:

24) Доколко задълбочената интеграция на финансовата и нефинансовата информация може да спомогне за предоставянето на по-ясна картина за дългосрочните резултати на дадено дружество, както и да подпомогне взимането на инвестиционни решения?

25) Необходимо ли е да се разработват специфични дългосрочни базови показатели?

### 3.4 Улеснен достъп на МСП до банково и извънбанково финансиране

Днешните малки и средни предприятия (МСП) имат потенциала да осигурят дългосрочен бъдещ растеж. Както и в миналото обаче те са изправени пред значителни трудности при получаване на достъп до финансиране на развитието си. Те разчитат на финансиране от банките, което в настоящия момент на намаляване на задлъжнялостта на последните прави тези трудности още по-големи. МСП трябва да се борят и с фрагментираността на финансовите пазари в ЕС, която води до различаващи се в отделните държави условия за достъп до финансиране.

Ограниченото банково финансиране вече породило мерки за насърчаване развитието на други, извънбанкови канали за предоставяне на заеми на МСП. През 2011 г. Комисията прие план за действие за преодоляване на финансовите проблеми, пред които са поставени МСП<sup>33</sup>. Някои инициативи, сред които нови рамки на равнище ЕС за инвестиране в рисков капитал и във фондове за социално предприемачество, вече получиха одобрение. Разработват се и други, насочени към улесняване достъпа на МСП до капиталовите пазари. Все още обаче предстои приемането на другите законодателни предложения, свързани с плана за действие. Бяха представени предложения за позволяване на операторите на многостранни платформи за търговия да се регистрират и под названието „пазар за развитие на МСП“, както и за установяването на пропорционален режим, който да намали административните разходи и тежести за МСП при достъпа им до пазарно финансиране<sup>34</sup>. Успоредно с това се наблюдава развитие на съществуващи пазари като пазарите на обезпечени с активи ценни книжа и за финансиране на снабдителната верига, както и финансови нововъведения като груповото финансиране, използващи технологиите и интернет.

Въпреки всичко тези мерки могат да се окажат недостатъчни за преодоляване на трудностите пред МСП при достъпа им до финансиране. Възможните допълнителни стъпки, които биха могли да бъдат разгледани, включват:

- **Развитие на рисковия капитал.** Рисковият капитал страда от липса на ресурси и се влияе от пруденциалните правила за банките и застрахователните дружества. Фондовете, инвестиращи в други фондове, биха могли да бъдат ефикасен инструмент за увеличаване обема на рисковия капитал. Един гаранционен фонд за институционалните инвеститори би могъл допълнително да намали ограниченията на този пазар;
- **Разработване на специални пазари и мрежи за МСП.** Фондовете за рисков капитал също така зависят от доброто функциониране на ориентирани към МСП фондови борси, които да позволяват

<sup>33</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_en.pdf).

<sup>34</sup> Вж. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/prospectus/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm).

приключването на дадена инвестиция в МСП чрез първоначално публично предлагане. В тази връзка би могло да се помисли за създаването на специфичен подход за МСП с по-амбициозен замах, отколкото при настоящото предложение за ДПФИ II, който би включвал разработването на специфични счетоводни правила за котираните МСП и новите платформи за търговия. Ориентираните към МСП пазари биха могли да ги направят по-забележими, да привлекат нови инвеститори и да допринесат за разработването на нови секюритизационни инструменти за МСП. Нормотворчеството в областта на мрежите от предприятия би могло да насърчи обединяването на МСП, разделянето на риска, съвместното поемане на отговорност и диверсификацията и в резултат на това да улесни достъпа до финансиране;

- **Разработване на нови секюритизационни инструменти за МСП.** Комисията вече разполага с действащ секюритизационен инструмент за МСП и предложи да продължи да предлага подкрепа за секюритизиране чрез Програмата за конкурентоспособност на предприятията и МСП. В допълнение, механизмите за структурирано кредитиране, удовлетворяващи критериите за индустриални инвестиции от европейски интерес, биха могли да получат европейски знаци. Предвид големите различия сред промишлените сектори и инвестиционните цикли, тези инструменти следва да бъдат диференцирани;
- **Разработването на стандарти за кредитното оценяване на МСП** би могло да спомогне за преодоляването на липсата на надеждна информация за тях и на свързаната с това трудност за потенциалните инвеститори да оценят кредитоспособността им. Разработването на общоприети минимални качествени стандарти за външното оценяване на дружествата със средна пазарна капитализация и МСП би могло допълнително да улесни техния достъп до финансиране, включително в трансграничен мащаб, и да задълбочи интегрирането на пазарите; както и
- **Разработване и популяризиране на други, „нетрадиционни“ източници на финансиране** като лизинг, финансиране на снабдителната верига, групово финансиране (като пример за източник на финансиране, използващ интернет) и др. Необходимо е още да се помисли за това как да се осигури устойчивото развитие на тези пазари и подходящата им подкрепа в рамките на законодателството.

Въпроси:

26) Какви следващи стъпки биха могли да бъдат обмислени по отношение на регулирането на равнище ЕС или други реформи с оглед улесняване достъпа на МСП до алтернативни източници на финансиране?

27) Как биха могли да бъдат разработени секюритизационните инструменти за МСП? Кои са най-добрите начини за използване на секюритизацията за мобилизиране на капиталите на финансовите посредници в полза на МСП под формата на кредитиране или допълнителни инвестиции?

28) Би ли имало полза от създаването на напълно своеобразен подход към ориентираните към МСП пазари? Как и от кого би могъл да бъде разработен ориентиран към МСП пазар, включително на секюритизационни продукти, специално предназначени за удовлетворяването на потребностите на МСП от финансиране?

*29) Положителна или възпираща би била ролята на нормативна рамка на равнище ЕС за развитието на такива извънбанкови източници за финансиране на МСП? Какви реформи биха подпомогнали стабилното им развитие?*

Въпрос:

*30) В допълнение към анализа и потенциалните мерки в настоящата Зелена книга, какво друго би могло да благоприятства дългосрочното финансиране на европейската икономика?*

#### **4. СЛЕДВАЩИ СЪПКИ**

Резултатите от това допитване ще послужат на Комисията за обмислянето на подходящи следващи действия. Получените отговори ще бъдат публикувани на уебсайта на Комисията, освен ако изрично не бъде поискана поверителността им, а Комисията ще публикува обобщение на резултатите.

Заинтересованите страни могат да изпращат забележките си до 25 юни 2013 г. на следния електронен адрес: [markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu](mailto:markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu)