



ЕВРОПЕЙСКА  
КОМИСИЯ

Брюксел, 18.2.2015 г.  
COM(2015) 63 final

## **ЗЕЛЕНА КНИГА**

### **Изграждане на съюз на капиталовите пазари**

{SWD(2015) 13 final}

## Предговор

Приоритетните задачи на Комисията — и тези на Европа — са работните места и растежът. Нашето предизвикателство, за да поеме Европа отново по пътя на растежа, е да бъдат отпуснати нужните инвестиции в европейските предприятия и инфраструктура. Инвестиционният пакет на стойност 315 млрд. евро ще спомогне за началния тласък на този процес. За осигуряването на дългосрочна устойчивост на инвестициите обаче е нужно да се изгради реален единен пазар на капитали — такъв би бил един съюз на капиталовите пазари на всички 28 държави членки.

В сравнение с други части на света, европейските предприятия продължават да се финансират в голяма степен чрез банките и относително по-малко — чрез капиталовите пазари. По-устойчивите капиталови пазари ще допълват банките като източник на финансиране, а също така:

- ще осигурят повече инвестиции за бизнеса, особено за малките и средните предприятия, както и за инфраструктурни проекти;
- ще привлекат в ЕС повече инвестиции от останалата част на света; както и
- ще стабилизируют финансовата система чрез разширяване източниците на финансиране.

По същество задачата ни е да се свържат в подкрепа на растежа инвеститорите и спестителите. Няма как да бъде създаден съюз на капиталовите пазари посредством една-единствена мярка. Той ще бъде постигнат чрез редица стъпки — някои по-малки от други, но със значително общо въздействие. Трябва да се открият и отстранят пречките пред свързването на инвеститорските средства с инвестиционните възможности, да бъдат преодолените трудностите, които срещат дружествата при търсенето на инвеститори. Трябва също така да направим системата ни за насочване на тези средства — инвестиционната верига — възможно най-ефективна както в национален, така и в трансграничен план.

Защо си струва да направим това? Няколко примера илюстрират потенциалните ползи. В САЩ например средните предприятия, които в много държави са двигателите на растежа, получават пет пъти повече финансиране от капиталовите пазари, отколкото в ЕС. Ако нашите пазари на рисков капитал бяха също толкова развити, между 2008 и 2013 г. щяхме да разполагаме с 90 млрд. евро за финансиране на бизнеса. Ако днешните равнища на секюритизации на МСП биха могли да бъдат възстановени — по безопасен начин — дори само до половината от равнищата им през 2007 г., това би означавало около 20 млрд. евро допълнително финансиране.

Вярно е, че редица от разглежданите въпроси — правото в областта на несъстоятелността и ценните книжа или данъчното третиране — се обсъждат от много години. Днес обаче постигането на напредък е нужно повече от всякога. Дългосрочният характер на проекта, който изисква постоянни усилия в продължение на години, не би следвало да възпрепятства постигането на бърз напредък. Ето защо през следващите месеци ние:

- ще разработим предложения за насърчаване на висококачествена секюритизация и стимули за банките да отпускат заеми;
- ще преразгледаме Директивата за проспектите, за да се улеснят дружествата, особено по-малките, при набирането на средства и намирането на инвеститори зад граница;
- ще подобрим информираността за кредитирането на МСП, така че за инвеститорите да бъде по-лесно да инвестират в тях;
- ще сътрудним с бизнеса за установяване на общоевропейски режим на частните капиталовложения за насърчаване на преките инвестиции в малките предприятия; както и
- ще подпомагаме навлизането на нови европейски фондове за дългосрочни инвестиции при насочването на инвестициите в инфраструктурни и други дългосрочни проекти.

Настоящата Зелена книга поставя началото на тримесечен консултационен период. Бихме искали да се запознаем с мненията на парламентаристите, на държавите членки, на работещите на капиталовите пазари и на всички групи с отношение към работните места, растежа и интересите на европейските граждани. Тази обратна информация ще ни помогне при разработването на план за действие за внедряване на необходимите компоненти за изграждането до 2019 г. на пълноценно функциониращ съюз на капиталовите пазари

Посоката, в която трябва да се поеме, е ясна: да се изгради единен пазар на капитали на принципа „отдолу нагоре“, с идентифициране на съществуващите препятствия и отстраняване на всяко от тях, създаване на усещане за динамика и усиление на чувството на доверие в инвестирането в бъдещето на Европа. Свободното движение на капитали е един от основополагащите принципи на ЕС. Повече от петдесет години след подписването на Римския договор нека да се възползваме от възможността да превърнем тази визия в действителност.

## **Раздел 1: Изграждане на съюз на капиталовите пазари**

Свободното движение на капитали бе заложено в Римския договор преди повече от петдесет години. Това е една от най-съществените свободи на Европейския съюз, залегнала в основата на единния пазар. И все пак, въпреки постигнатия напредък, капиталовите пазари днес остават разпокъсани и обикновено са организирани на национално равнище. След период на задълбочаване, от началото на кризата интегрирането на финансовите пазари в ЕС отслабна, като банките и инвеститорите се оттеглят към вътрешните пазари.

В сравнение с други юрисдикции, финансирането от капиталовите пазари в Европа е относително слабо развито. Нашите капиталови и дългови инструменти, както и другите пазари играят по-малка роля при финансирането на растежа: европейските дружества продължават до голяма степен да разчитат на банките, което прави икономиките ни чувствителни към евентуално затягане на банковото кредитиране. Също така е налице недостатъчно доверие на инвеститорите, а европейските спестявания не винаги се използват по най-ефективния начин. Европейските инвестиционни равнища са значително под равнищата си в миналото, а европейските капиталови пазари не са така конкурентоспособни на световния пазар.

За да се подкрепи устойчивото връщане към растежа и създаването на работни места, капиталовите пазари, в съчетание с други реформи на деловата среда, трябва да играят по-голяма роля за насочване на финансирането на икономиката. На практика това означава да се установят и преодолеят пречките пред движението на капитали между инвеститорите и онези, които се нуждаят от финансиране, независимо от това дали тези пречки са в национален или трансграничен план.

Изграждането на съюз за капиталовите пазари е ключова инициатива в работната програма на Комисията. Чрез него ще се осигури по-диверсифицирано финансиране на икономиката и ще се намалят разходите за набиране на капитал, особено за МСП. По-интегрираните капиталови пазари, особено тези на капиталови инструменти, ще повишат устойчивостта на европейската икономика на сътресения и ще осигурят възможности за повече инвестиции без увеличаване на задлъжнялостта. Чрез ефикасна пазарна инфраструктура и посредници съюзът на капиталовите пазари следва да подобри потока на капитали от инвеститорите към европейските инвестиционни проекти, като подобри разпределянето на риска и капитала в ЕС и в крайна сметка направи Европа по-устойчива на бъдещи сътресения.

Ето защо Комисията се ангажира да внедри до 2019 г. основните компоненти на добре регламентиран и интегриран съюз на капиталовите пазари, обхващащ всички държави членки, така че ползата за икономиката като цяло от капиталовите пазари и небанковите финансови институции бъде максимална.

С помощта на съюза на капиталовите пазари ЕС следва да се доближи до етап, в който МСП ще могат да набират средства толкова лесно, колкото и големите дружества; разходите за инвестиране и достъпа до инвестиционни продукти на територията на ЕС ще се уеднаквят; получаването на финансиране чрез капиталовите пазари ще се опростява все повече, а търсенето на финансиране в друга държава членка няма да е възпрепятствано от излишни законови или надзорни бариери. Въпреки че тези промени ще спомогнат за намаляване на дела на банковото финансиране, банките — като заемодатели на значителна част от икономиката и посредници на капиталовите пазари

— ще продължат да играят централна роля в съюза на капиталовите пазари и жизненоважна роля в европейската икономика.

Не всички от тези предизвикателства са нови, но необходимостта на ЕС от растеж им придава неотложен характер. Тя поражда и импулса, нужен за постигането на напредък. Целта на настоящата Зелена книга е да положи началото на дебат на равнище ЕС и на национално равнище, с участието на съзакондателите, другите институции на ЕС, националните парламенти и всички заинтересовани страни, за възможните краткосрочни и дългосрочни мерки за постигане на тези цели.

Съюзът на капиталовите пазари ще се различава от банковия съюз: развитието на капиталовите пазари изисква действия, различаващи се от основните елементи на банковия съюз. При все това, фокусът на банковия съюз, насочен към прекъсване на връзката между банковите фалити и държавния дълг в еврозоната, ще предостави платформа на стабилност в подкрепа на изграждането на съюза на капиталовите пазари във всички държави членки на ЕС. Добре интегрираните капиталови пазари ще допринесат и за устойчивостта на Икономическия и паричен съюз.

Съюзът на капиталовите пазари следва да се ръководи от следните основни принципи:

- максимално увеличаване на ползата от капиталовите пазари за икономиката, заетостта и растежа;
- създаване на единен пазар на капитали за всичките 28 държави членки, като се премахнат пречките пред трансграничните инвестиции в рамките на ЕС и се изградят по-силни връзки със световните капиталови пазари;
- изграждане върху солидните основи на финансовата стабилност, с единна нормативна уредба за финансовите услуги — ефективна и последователно прилагана;
- осигуряване на ефективна защита на потребителите и инвеститорите; както и
- подобряване на атрактивността за инвестиции от цял свят и увеличаване на конкурентоспособността на ЕС.

### 1.1 Създаване на съюз на капиталовите пазари

Изграждането на съюза на капиталовите пазари е дългосрочен проект. Вече започна работата по създаването на набор от единни норми, а редица ключови реформи<sup>1</sup> са в процес на прилагане. Подходът на Комисията ще се основава на оценка на основните приоритети, която ще отчита както вероятното въздействие, така и осъществимостта и ще бъде подкрепена от задълбочен икономически анализ, оценка на въздействието и консултации.

Въз основа на резултатите от тази консултация Комисията ще се стреми да определи необходимите действия за постигането на следните цели:

---

<sup>1</sup> Например нормотворчеството в областта на пазарите на финансови инструменти (ДПФИ II), пазарната злоупотреба (РПЗ/ДПЗ), лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (Директивата относно ЛУАИФ), европейската пазарна инфраструктура (Регламент за европейската пазарна инфраструктура) и централните депозитари на ценни книжа (Регламент относно ЦДЦК).

- подобряване на **достъпа до финансиране** за всички дружества на територията на Европа (по-специално МСП) и за инвестиционни проекти (например инфраструктурни);
- **увеличаване и разнообразяване на източниците на финансиране**, предоставено от инвеститорите в ЕС и по света; както и
- **по-ефективно и ефикасно функциониране на пазарите**, което позволява на инвеститорите да се свързват с онези, които, както в национален, така и в международен план, се нуждаят от финансиране на по-ниска цена.

Комисията започна широки консултации относно естеството на проблемите, възможните мерки и тяхното приоритизиране. Нормотворчеството не винаги е подходящ политически отговор на тези предизвикателства: в много случаи пазарът е този, който трябва да предостави решения. Незаконодателните мерки и ефективното прилагане на законодателството в областта на конкуренцията и вътрешния пазар вероятно са най-добрият начин за постигане на напредък в други области. Комисията ще подкрепя пазарно-ориентираните решения, които изглеждат ефективни, а промени в нормативната уредба — само ако са необходими.

Този документ е структуриран по следния начин: В **раздел 2** се описва настоящата структура на европейските капиталови пазари и се представя предварителен анализ на някои от пречките развитието и интегрирането на капиталовите пазари. Допълнителен анализ се съдържа в придружаващия работен документ. В **раздел 3** се търсят мнения за предварителните политически приоритети, които възнамеряваме да запазим, като за основа служи съобщението на Комисията, озаглавено „План за инвестиции за Европа“<sup>2</sup>, в това число въпроси като прилагането на Регламента относно Европейските фондове за дългосрочни инвестиции (ЕФДИ), висококачествената секюритизация, информация за кредитирането на МСП, частните капиталовложения и преразглеждането на Директивата за проспектите. В **Раздел 4** се търсят мнения относно пречките пред достъпа до финансиране, разширяването на източниците на финансиране и въпросите как пазарите да работят по-ефективно и как работата да се развива въз основа на получената обратна информация. Пречките пред трансграничните капиталови потоци се крият в законодателството в областта на несъстоятелността, дружествата, данъчното облагане и ценните книжа; необходими са допълнителен анализ и приток на информация, за да се определи мащабът на трудностите във всяка област, както и подходящите решения и приоритетите.

Чрез допълнително отваряне на националните пазари за инвеститорите, емитентите и посредниците, насърчаване на свободното движение на капитали и обмен на добри практики съюзът на капиталовите пазари следва също така да се разглежда като начин за подпомагане на развитието на пазарите на национално равнище. Като се има предвид различното равнище на развитие на капиталовите пазари на територията на ЕС и наличието на специфични предизвикателства в различни държави членки, политическите отговори може да изискват адаптирани действия на национално равнище, въз основа, наред с другото, на специфичните за всяка държава препоръки на Комисията в рамките на европейския семестър. Комисията приканва държавите членки да се консултират по специфични предизвикателства за развитието на техните капиталови пазари и да използват заключенията си в дебата.

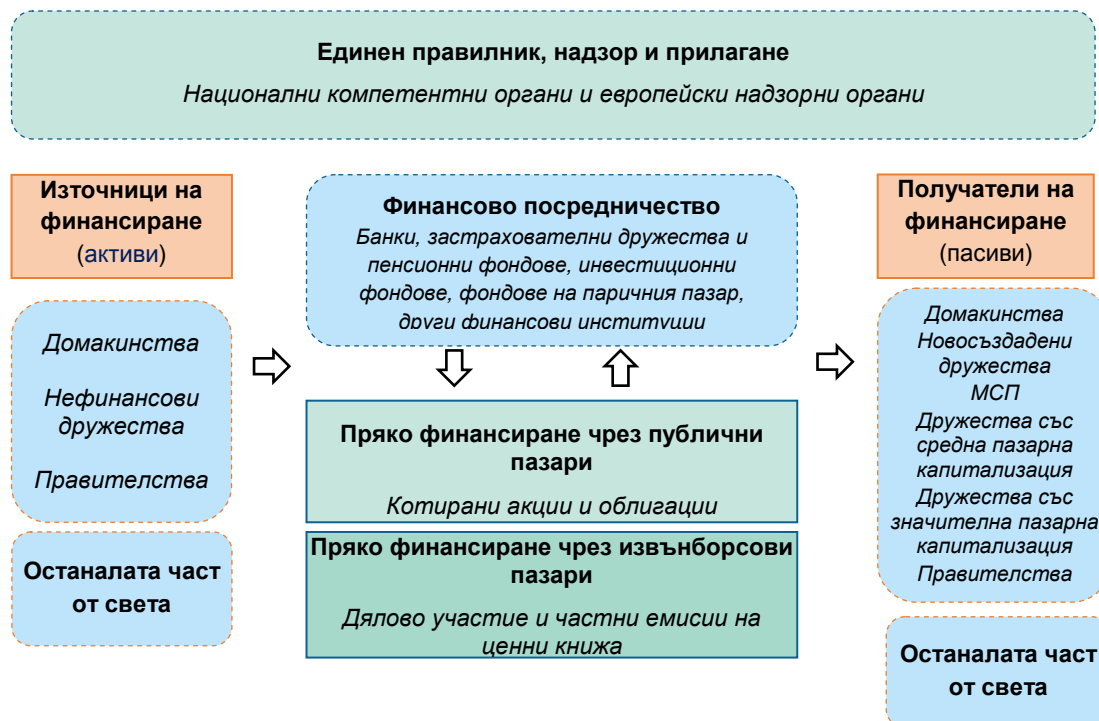
<sup>2</sup> COM(2014) 903 final, 26.11.2014 г.

## Раздел 2: Настоящи предизвикателства пред европейските капиталови пазари

### 2.1 Текущо състояние на капиталовите пазари в Европа

Наред с преките банкови заеми капиталовите пазари са основният механизъм, чрез който потенциалните инвеститори могат да достигнат до онези, които търсят финансиране, и да предложат набор от разнообразни източници на финансиране на икономиката. Графика 1 онагледява потока на средства в икономиката. Капиталовите пазари осигуряват предимно пряко финансиране, като често обаче се намират в тесни връзки с финансови посредници, които насочват средствата от спестителите към инвеститорите.

**Графика 1: Стилизирана схема на капиталовите пазари в рамките на по-широката финансова система**

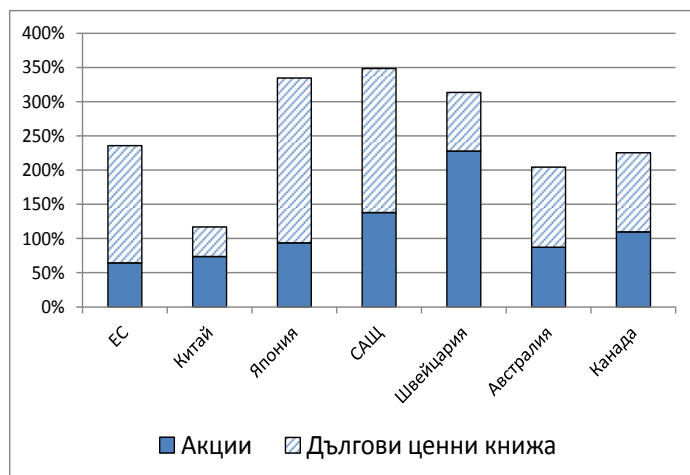


Капиталовите пазари в ЕС се разраснаха през последните десетилетия. В края на 2013 г. например общата капитализация на фондовия пазар на ЕС възлезе на 8,4 трилиона евро (около 65 % от БВП) спрямо 1,3 трилиона евро през 1992 г. (22 % от БВП), а през 2013 г. общата стойност на непогасените дългови ценни книжа надхвърли 22,3 трилиона евро (171 % от БВП), в сравнение с 4,7 трилиона евро (74 % от БВП) през 1992 г.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Пакет от документи в областта на статистиката на Европейския институт за капиталовите пазари (ЕСМІ), 2014 г.

Въпреки това пазарите остават недоразвити в сравнение с други юрисдикции. Като процент от БВП публичните капиталови пазари в ЕС са почти два пъти по-малки от тези в САЩ и три и половина пъти по-малки от тези в Швейцария (графика 2).

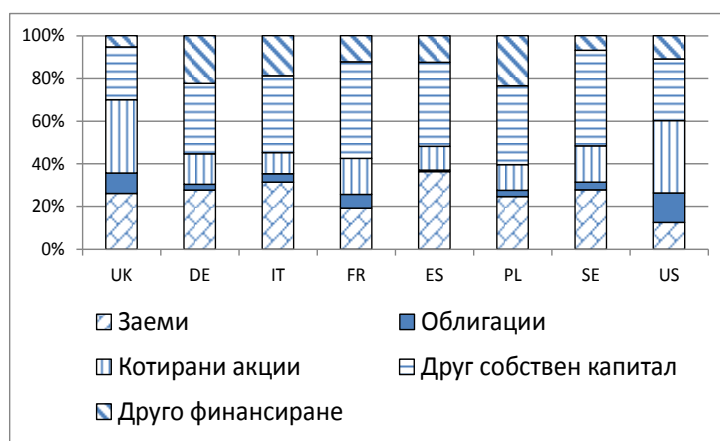
**Графика 2: Капитализация на пазара на акции и дългови ценни книжа (% от БВП)**



Извънборсовите пазари в САЩ също превишават около два пъти размера на тези в ЕС, а пазарите за частни емисии на ценни книжа там са до три пъти по-големи. Същевременно развитието на капиталовите пазари в отделните държави членки на ЕС е изключително неравномерно. Капитализацията на вътрешния пазар на акции в Обединеното кралство например надхвърля 121 % от БВП, докато в Латвия, Кипър и Литва тя е под 10 %.

*Източник: Пакет от документи в областта на статистиката на Европейския институт за капиталовите пазари (ЕСМІ)*

**Графика 3: Начини на финансиране на предприятията (в % от общите пасиви)**



В Европа винаги се е разчитало повече на банковото финансиране: банковото кредитиране е играло значително по-голяма роля във финансирането на бизнеса от емитирането на дългови ценни книжа и предлагането им на пазара (графика 3). Тази традиция прави европейската икономика — и особено МСП — по-чувствителна към евентуално затягане на банковото кредитиране, каквото се случи по време на финансовата криза.

*Източник: Евростат, ОИСР Забележка: Заемите включват банкови заеми и междудружествени заеми.*

Достъпът до капиталовите пазари в отделните държави членки на ЕС и сред отделните дружества е изключително неравномерен. Значително се е увеличило емитирането на



корпоративни облигации от нефинансовите дружества в ЕС, което частично отразява благоприятния пазарен климат за емитентите на облигации, породен от ниските лихвени проценти. Въпреки това облигации емитират главно големите дружества, а не малките и средните предприятия (МСП). Също така емисиите се предлагат предимно на по-големи пазари, а не на пазарите, където финансирането на бизнеса е най-проблематично.

Въпреки че преди кризата интегрирането на капиталовите пазари в ЕС напредна при трансграничните притежания на финансови инструменти, кризата показва, че то донякъде е било предизвикано от дългови потоци в резултат на банкиране с дружества, които потоци при сътресения са податливи на резки обрати. Пазарите на акции в ЕС продължават да се характеризират с предпочитание към националните дружества, което означава, че потенциалните рискове и ползи не надскачат националните граници. Трансграничното притежаване на дългови ценни книжа също остава по-ниско, отколкото би могло да се очаква при един напълно интегриран пазар. Дори и най-добре работещите национални пазари в ЕС нямат критична маса, което ограничава инвеститорската база и избора на финансови инструменти.

## 2.2 Предизвикателства и възможности за изграждането на съюз на капиталовите пазари

Пред интеграцията и развитието на капиталовите пазари в ЕС съществуват различни пречки от историческо, културно, икономическо и правно естество, някои от които са дълбоко вкоренени и трудно могат да бъдат преодолени. Такива са например традиционно установеното предпочитание на бизнеса към определени начини на финансиране, характеристиките на пенсионно осигуряване, прилагането на пруденциалните разпоредби, бюрокрацията, някои аспекти на корпоративната управленска култура и дружественото право, непълните данни и характеристиките на редица данъчни системи, както и неефективните пазарни структури. Някои от тези различия ще продължат да съществуват дори и при добре интегрираните капиталови пазари. За да може напълно интегрираният единен пазар на капитали да реализира потенциала си е необходимо да се преодолеят предизвикателствата, главно в следните три ключови области.

На първо място, по отношение на търсенето, важен приоритет представлява **подобряването на достъпа до финансиране, включително до рисков капитал, по-специално за МСП (сред които — бързоразвиващите се иновационни новосъздадени дружества)**. С течение на времето успехът ще зависи от преодоляването на информационните проблеми и на разпокъсаността на ключови пазарни сегменти, както и от намаляването на разходите за достъп до капиталовите пазари. Наред с това съществуват и специфични пречки пред финансирането на дългосрочни проекти като инвестициите в инфраструктурата.

На второ място, по отношение на предлагането, развитието на капиталовите пазари в ЕС ще зависи от паричните потоци към инструментите на капиталовия пазар. **Насочването, чрез насърчителни мерки, на средствата на институционалните и индивидуалните инвеститори** към капиталовите пазари би спомогнало за диверсифицирането на източниците на финансиране. Развитието на професионалното и частното пенсионно осигуряване в Европа би могло, чрез инструментите на капиталовия пазар, да привлече парични потоци към по-разнообразна гама от инвестиционни нужди и да засили дела на финансирането от пазара. От своя страна,

повишаването на доверието на индивидуалните инвеститори в капиталовите пазари и финансовите посредници би привлякло потока на потребителски спестявания към инструментите на капиталовия пазар. Понастоящем тези спестявания са до голяма степен капиталовложения в недвижимо имущество и банкови депозити. Такова повишаване на общата конкурентоспособност и привлекателност на европейските капиталови пазари би могло да стимулира и притока на инвестиции.

На трето място, създаването на по-големи, по-интегрирани и по-развити капиталови пазари ще зависи от преодоляването на пречките, които водят до разпокъсване на пазарите и затрудняват развитието на някои пазарни сегменти. **Подобряването на ефективността на пазарите** ще позволи на ЕС да се възползва от предимствата на един по-голям и по-развит пазар. Такъв пазар предлага засилена конкуренция, по-богат избор и по-ниски разходи за инвеститорите, както и по-ефикасно разпределение и по-добро споделяне на риска. С по-задълбочената интеграция на капиталовите пазари, особено на пазарите на дялово участие, ще се повиши устойчивостта на сътресения на европейската икономика и ще се насърчат инвестициите, без при това да се увеличава задлъжнялостта. Добре функциониращите капиталови пазари ще подобрят разпределението на капитал в икономиката, като улеснят предприемачеството, поемането на риск и инвестициите в инфраструктурата и новите технологии.

### Раздел 3: Приоритети за непосредствени действия

Комисията набелязва редица области, в които необходимостта от напредък е безспорна и чието положително въздействие би могло да се почувства бързо. В настоящия раздел са очертани различните пътища, като се разчита на становищата от заинтересованите страни по конкретните елементи при всяка област.

#### 3.1 Намаляване на пречките пред достъпа до капиталовите пазари

Проспектът е подробен документ, в който се предоставя информация за съответното дружество, както и за условията за дадено инвестиционно решение и свързаните с него рискове. Той е визитната картичка на кандидатстващите за финансиране дружества пред капиталовите пазари, поради което повечето дружества, които имат намерение да емитират дълг или собствен капитал, трябва да изготвят такъв проспект. От решаващо значение е той да не действа като ненужна пречка за достъпа до капиталовите пазари. Комисията ще **преразгледа действащия режим при проспектите, като** успоредно с настоящата Зелена книга **постави началото на специална обществена консултация** с оглед търсене на решения за улесняване набирането на капитал в ЕС от дружествата (включително МСП)<sup>4</sup> и стимулиране развитието на подкрепящите МСП пазари. При преразглеждането ще се преценява кога е необходим проспект, ще бъде рационализиран процесът на одобрение и ще се опрости информацията, включена в проспектите.

#### 3.2 Разширяване на кръга инвеститори в МСП

По време на кризата достъпът на МСП до финансиране бе затруднен повече, отколкото при големите дружества. Обикновено информацията за МСП е ограничена и достъп до нея имат банките, а и някои МСП трудно достигат до по-широкия кръг инвеститори от небанковия сектор, които биха могли да удовлетворят нуждите им от финансиране. Подобряването на кредитната информация ще спомогне за изграждането на **ефикасен и устойчив капиталов пазар за МСП**. Разработването на общ минимален набор от сравнима информация за кредитните статус и оценка би могло да помогне на МСП да привлекат средства. В допълнение, стандартизираната информация за кредитното качество би могла да допринесе за развитието на финансови инструменти за рефинансиране, например чрез секюритизация, на отпуснати на МСП заеми.

Започналата работа по оценяване на кредитния риск получи широка подкрепа от държавите членки. Оценката предоставя на инвеститорите и заемодателите информация за кредитоспособността на МСП. Все още обаче около 25 % от всички дружества и около 75 % от управляваните от собствениците си дружества в Европа нямат такава оценка. Възможните действия в тази област биха допринесли за диверсифициране на финансирането на иновационните и новосъздадените бързоразвиващи се дружества. Като първа стъпка при изпълнението на тази задача Комисията планира през 2015 г. да проведе работни срещи, посветени на информацията за платежоспособността на МСП.

---

<sup>4</sup> Част от REFIT (Програма за пригодност и резултатност на нормативната уредба)

### 3.3 Изграждане на устойчив секюритизационен пазар

Секюритизацията — т.е. процесът, чрез който активи, например ипотеките, се обединяват в портфейл, който след това се предлага на инвеститорите — може да бъде мощен механизъм за прехвърляне на риска и увеличаване на кредитния капацитет на банките. Тази дейност обаче, въпреки ниския процент на загуби от европейски секюритизации, все още не е достигнала предкризисните си равнища. Емитираните секюритизации в Европа през 2014 г. възлязоха на около 216 милиарда евро спрямо 594 милиарда евро през 2007 г.<sup>5</sup> Устойчивият **висококачествен пазар на секюритизации** в ЕС, основаващ се на прости, прозрачни и стандартизирани секюритизационни инструменти, би могъл да служи за мост между банките и капиталовите пазари.

С наскоро публикуваните делегирани актове относно Платежоспособност II и коефициента на ликвидно покритие вече започна работата по определянето на всеобхватен и последователен пруденциален подход към опростено, прозрачно и стандартизирано секюритизиране. В допълнение към тези инициативи централните банки, надзорните органи, националните органи и представителите на частния сектор призоваваха за по-глобален подход за възстановяване на секюритизацията в ЕС.

За инвеститорите, една инициатива на ЕС трябва да осигури високи стандарти, правна сигурност и съпоставимост между секюритизационните инструменти. С такава уредба следва да се повиши прозрачността, последователността и наличността на ключовата информация, особено за отпусканите на МСП заеми, и да се насърчи развитието на вторичните пазари, което ще бъде в подкрепа както на емитирането, така и на инвестициите. **Успоредно с настоящата Зелена книга Комисията ще проведе консултации относно конкретните мерки за постигане на тези цели.**

### 3.4 Насърчаване на дългосрочните инвестиции

Инвестициите в ЕС се свиха значително след пика си през 2007 г. и остават под равнищата си в миналото. Европейската комисия вече обяви инвестиционен план, който със създаването на нов Европейски фонд за стратегически инвестиции (EFSI)<sup>6</sup> ще мобилизира публични и частни инвестиции в икономиката на стойност най-малко 315 млрд. евро през следващите три години, и публикува съобщение относно дългосрочното финансиране на европейската икономика, в което бе определен набор от мерки за стимулиране на инвестициите. Наскоро завършената нормативна уредба на Европейските фондове за дългосрочни инвестиции (ELTIF) ще позволи на инвеститорите да вложат пари в дружества или инфраструктурни проекти в дългосрочен план. Очаква се ELTIF да предизвикват подчертан интерес у някои инвеститори като застрахователните дружества или пенсионните фондове, които се нуждаят от постоянни притоци на доходи или увеличаване на капитала в дългосрочен план.

**Приветстват се становища за евентуалната допълнителна роля, която Комисията и държавите членки биха могли да изиграят в подкрепа на въвеждането на ELTIF,**

<sup>5</sup> Европейски структурирани таблици с финансови данни SIFMA/AFME (4-то тримесечие на 2014 г.).

<sup>6</sup> Предложение за регламент на Европейския парламент и на Съвета относно Европейския фонд за стратегически инвестиции и за изменение на регламенти (ЕС) № 1291/2013 и (ЕС) № 1316/2013, COM(2015)10

включително включването на тези фондове в обхвата на действащите при националните режими предимства.

### 3.5 Развитие на европейските пазари за частни емисии на ценни книжа

Един от начините за дружествата да набират средства е чрез частни емисии на ценни книжа, при които дружеството предлага емисията извън публичните пазари — на един инвеститор или на малка група инвеститори. Тези емисии могат да осигурят на дружествата по-икономичен начин за набиране на средства и **да увеличат финансирането** за средните и големите дружества и евентуално — за инфраструктурните проекти.

Средните дружества в Европа от години се финансират от пазара за частни емисии на ценни книжа в САЩ; през 2013 г., набраните от тях средства възлязоха на 15,3 млрд. евро<sup>7</sup>. От началото на финансовата криза популярността на частните емисии на ценни книжа в Европа се повиши, като някои държави членки изградиха свои пазари на частни емисии. По-специално, стойността на дълговите инструменти на немските и френските национални пазари на частни емисии на ценни книжа възлезе през 2013 г. на около 15 млрд. евро. Сред пречките пред развитието на общоевропейски пазари са различното уреждане на несъстоятелността в националните законодателства и липсата на стандартизирани процедури, както и на документация и информация за кредитоспособността на емитентите.

Като първа стъпка към разработването на европейски пазари за частни емисии на ценни книжа консорциум от браншови организации изготви ръководство за общите пазарни практики, принципите и стандартизираната документация за частните емисии на ценни книжа, съвместими с многообразни нормативни уредби. Ръководството беше публикувано наскоро, като не след дълго се очакват и първите емисии на ценни книжа. Комисията приветства този пазарноориентиран подход, с чиято помощ би могло да се ускори създаването на европейски пазар на частни емисии на ценни книжа.

#### **Въпроси**

- 1) Освен посочените пет приоритетни области за непосредствени действия, какви други области трябва да се превърнат в приоритет?
- 2) Какви допълнителни стъпки във връзка с наличността и стандартизацията на **информацията за платежоспособността на МСП** биха довели до по-развит пазар на финансиране на МСП и новосъздадените дружества, както и биха разширили кръга на инвеститорите?
- 3) Как би могло да се насърчи използването на **ELTIF**?
- 4) Нужно ли е действие на равнище ЕС в подкрепа на развитието на пазарите на **частни емисии на ценни книжа**, освен подкрепата за усилията за договарянето на съобразени с пазара общи стандарти?

<sup>7</sup> Вж. доклада на ISMA за третото тримесечие на 2014 г.

## Раздел 4: Мерки за развитие и интегриране на капиталовите пазари

За да може напълно интегрираният единен пазар на капитали да реализира потенциала си е необходимо да се преодолеят предизвикателствата, главно в следните три ключови области:

- подобряване на **достъпа до финансиране** на целия европейски бизнес (в частност МСП), както и на възможностите за финансиране на инвестиционни проекти (например инфраструктурни);
- **увеличаване и разнообразяване на източниците на финансиране**, предлагано от инвеститорите в ЕС и по света; както и
- **по-ефективно функциониране на пазарите**, което да свързва — както в национален, така и в трансграничен план — инвеститорите с онези, които се нуждаят от по-ефикасно финансиране на по-ниска цена.

### 4.1 Подобряване на достъпа до финансиране

В крайна сметка, предвид техния размер и значение, едни добре функциониращи пазари на акции и облигации ще бъдат от решаващо значение за осигуряването на ефективен съюз на капиталовите пазари и възможно най-широк достъп до финансиране. Инвестиционните потоци обаче не текат напълно свободно, като сериозни „затлачвания“ се наблюдават например при по-малките или средните предприятия, както и при дългосрочни проекти като инфраструктурните — въпреки че и едните, и другите са изключително важни за увеличаването на производствения капацитет и за икономическия растеж. Тези проблеми с финансирането са особено остри в най-засегнатите от кризата държави членки.

Традиционно **МСП** се финансират главно от банките. В условията на криза отпускането на банкови кредити неизбежно става по-селективно, като върху решенията тежат както ограниченията на собствения счетоводен баланс на банката, така и по-голямата вероятност за неизпълнение от страна на заемополучателя. При все че капиталовите пазари могат да допълват ролята на банковото кредитиране за МСП, многообразието и недостатъчната информация за платежоспособността на МСП са причина за това по-подходящо да е кредитирането, основаващо се на взаимоотношения с клиента.

Алтернативните източници на финансиране обаче могат да играят важна роля, по-конкретно за **новосъздадените и малките, но бързо развиващи се, дружества в иновативните сектори**. Обикновено първоначалните паричните потоци при тези дружества са слаби, поради което, за да развият дейността си, те се нуждаят от външно финансиране. Достъпът до банково финансиране или до други инструменти за финансиране като лизинг и факторинг често е труден или такова финансиране е недостатъчно за дружества със значителни нематериални активи, които не могат лесно да бъдат използвани като обезпечение за получаване на банкови заеми.

Разходите за достъп до публичните капиталови пазари са бремене не само за МСП, а и за **средно големите предприятия**, които е по-вероятно да прибегнат до тези пазари за набиране на средства. Емитирането на собствен капитал и поемането на емисии на дългови инструменти водят със себе си значителни постоянни разходи, свързани с

надлежната проверка и нормативните изисквания. Сред тези разходи са разходите по оповестяване на изискуемата от инвеститорите или надзорните органи информация, по удовлетворяване на изискванията за корпоративно управление и по възлагане на външен изпълнител на присъждане на рейтинг. Освен това оповестяването на подробна информация относно бизнес плана може да е в разрез с търговския интерес на дружествата в ранен етап на развитие. Възможно е те да не желаят да преотстъпят контролни правомощия или да са обект на по-щателен външен надзор. Тези особености често пречат на малките и средните предприятия да получат достъп до публичните капиталови и дългови пазари и ги подтикват главно към съответните извънборсови пазари, които обикновено са по-сложни, стандартизирани са в по-малка степен и свързаните с тях разходи са по-големи.

Размерът на **големите предприятия** обикновено е достатъчен, за да оправдае постоянните разходи за прибягване до капиталовите пазари и за да направи всяка отделна емисия достатъчно значима за привличане вниманието на поемателите, инвеститорите и анализаторите. Въпреки това, докато емитирането на корпоративни облигации значително се увеличи през последните години, което отчасти компенсира свиването на банковото кредитиране, емитирането на котираните акции продължава да бележи ниски темпове в Европа. По-ефективните и ефикасни пазари могат да спомогнат за намаляване на разходите за достъп до тези пазари и биха били от полза за всички предприятия.

И накрая, за да запази ЕС своята конкурентоспособност са необходими значителни **нови инфраструктурни инвестиции**. Притокът на средства към подобни проекти обаче е ограничен от стремежа към краткосрочни печалби, някои нормативни бариери и други фактори. Освен това редица инфраструктурни проекти притежават характеристики на обществени блага, което предполага, че използването само на частно финансиране може да не е подходящо за достигането до оптимално равнище на инвестиции. При все че EFSI ще има важен принос за увеличаването на инвестициите в инфраструктурни проекти<sup>8</sup>, Комисията би желала да получи идеи за други средства за постигането на тази цел.

#### *Повишаване на информираността*

В Европа повечето МСП се обръщат за финансиране единствено към банките. Почти 13 % от исканията им биват отхвърлени, често пъти поради факта, че МСП, дори и да са жизнеспособни, не отговарят на търсените от банките рискови профили. Въпреки че понякога банките посочват на МСП алтернативни източници на финансиране, това не винаги дава резултат: понякога нито банките, нито МСП са достатъчно информирани за съществуващите алтернативи. Банките биха могли да бъдат насърчавани да осигуряват по-добра обратна информация за онези МСП, чиито искания за кредит са били отхвърлени, и да повишават информираността относно алтернативните възможности за финансиране за такива МСП.

Международните стандарти за финансово отчитане (МСФО) изиграха ключова роля за разпространяването на единен счетоводен език в ЕС, улеснявайки достъпа до световните капиталови пазари на големите дружества от ЕС, чиито акции се котират на

---

<sup>8</sup> Европейските структурни и инвестиционни фондове (ESIF) могат да играят важна роля и при инфраструктурните инвестиции, при условие че са изпълнени съответните критерии за допустимост.

регулиран пазар. От друга страна, изискването към по-малките дружества, в частност към търсещите достъп до специални тържища, за пълно съблюдаване на МСФО би довело до допълнителни разходи. Разработването на опростени, общо възприети и висококачествени счетоводни стандарти, пригодени към дружествата, допуснати до определени тържища<sup>9</sup>, би могло да бъде крачка напред по отношение на прозрачността и съпоставимостта. Пропорционалното прилагане на тези стандарти би могло да бъде от полза на дружествата, които се стремят да бъдат по-привлекателни за трансграничните инвеститори. Стандартът може да стане постоянен елемент на подкрепящите МСП пазари и да бъде достъпен за по-широка употреба.

**Прозрачността на инфраструктурните проекти** може да увеличи тяхната привлекателност за частните инвеститори и да спомогне за приемането от надзорните органи на по-адаптиран пруденциален режим за инфраструктурните инвестиции. В доклада на работната група за инвестициите от декември 2014 г. се предлага създаването на централен уебсайт на равнище ЕС, чрез който да се предоставят връзки към проекти на държавите членки и на който да се съдържа информация за проекти на ЕС (например в рамките на Механизма за свързване на Европа и европейските структурни и инвестиционни фондове). Въз основа на доклад на работната група за инвестициите Комисията предложи създаването на Европейски механизъм за утвърждаване на инвестиционни проекти за улесняване на достъпа на инвеститорите до информация за възможностите за инвестиране в ЕС и за увеличаване на инвеститорското участие във финансирането<sup>10</sup>. Това ще включва създаването на специален уебсайт и общи стандарти за представяне на информацията. Създаването на такъв набор от проекти ще се основава на работата, която вече е започнала в някои държави членки.

#### *Стандартизацията — тласък за пазарите*

Въпреки че стандартизацията не е без недостатъци, на някои пазари може да се даде първоначален тласък посредством общ набор от пазарни правила, прозрачност на продуктите характеристики и последователен надзор и правоприлагане. Известна степен на стандартизация може да привлече повече инвеститори и да стимулира пазарното развитие и ликвидността. Това важи най-вече за по-малките държави членки, чиито пазари няма да могат да достигнат минимална критична маса, за да бъдат ефикасни, ако бъдат ограничавани до вътрешните капитали. Когато общи стандарти не са необходими или е трудно да бъдат създадени, стратегическите усилия биха могли да се насочат към установяването на най-добри практики в ЕС, с което да се насърчи развитието на определени финансови инструменти.

Изграждането на **по-интегриран европейски пазар на обезпечени облигации** би могло да допринесе за разходо-ефективно финансиране на банките и да предостави на инвеститорите по-широка гама от инвестиционни възможности. Успехът на обезпечените облигации като инструменти за финансиране е тясно свързан със специфично нормотворчество в национален мащаб. През 2015 г. Комисията ще проведе консултации относно качествените характеристики и евентуалната форма на нормативна уредба на ЕС за обезпечените облигации и въз основа на опита при добре функциониращите национални уредби ще представи варианти за действие за

<sup>9</sup> Например многостранните търговски системи (МТС).

<sup>10</sup> Вж. COM(2015)10 final, член 9.



постигането на по-интегрирани пазари на обезпечени облигации. Комисията ще обмисли също дали следва да се предостави на инвеститорите повече информация за обезпеченията на обезпечените облигации и за другите структурирани дългове, по аналогия с изискванията при структурираните финансови инструменти за оповестяване на кредитни данни.

Въпреки че в последно време емитирането на **корпоративни облигации** се засили, процесът се характеризира с ниско равнище на стандартизация и ценова прозрачност. Въпреки че през последните години в някои държави членки възникнаха нови електронни платформи за търговия на облигации, предназначени за индивидуалните инвеститори, липсата на стандартизация може да попречи на развитието на платформи за търгуване на облигации и на един ликвиден вторичен пазар. По-голямата стандартизация на корпоративните дългови инструменти би позволила развитието на по-ликвиден вторичен пазар за корпоративни облигации. Комисията би желала да получи мнения дали има полза от допълнително проучване на възможността за изграждането на по-стандартизиран пазар на корпоративни дългови инструменти или това може да бъде най-добре постигнато чрез породена от нуждите на пазара или нормотворческа инициатива.

Друга нововъзникваща инвестиционна категория с потенциал да предостави допълнителен достъп до финансиране са инвестициите в **опазването на околната среда, в социалната сфера и в сферата на корпоративното управление**, каквито са например „зелените“ облигации. Постъпленията от „зелените“ облигации са предназначени за проекти и действия в областта на изменението на климата или свързани с други аспекти на устойчивото опазване на околната среда. Бързото разрастване на този пазар се подпомага от породен от нуждите на пазара процес на стандартизация, в който се взимат предвид критериите за подбор на „зелените“ облигации, разработени от Световната банка, Европейската инвестиционна банка, Европейската банка за възстановяване и развитие и др. Участниците на пазара понастоящем разработват необвързващи насоки, известни като „принципи на „зелените“ облигации“, в които се препоръчва прозрачност и се насърчава етичното поведение в развитието на пазарите на „зелени“ облигации чрез изясняване на подхода за емитиране на такива облигации.

#### *Възможности за развитието на алтернативни средства за финансиране*

Въпреки изгледите определени функциониращи онлайн механизми като кредитирането между физически лица чрез специализирани платформи и колективното финансиране да са в състояние да допринесат значително за трансграничното финансиране на икономиката, признаците за трансгранична или общоевропейска дейност са слаби. Като последващо действие във връзка със съобщението относно колективното финансиране<sup>11</sup>, Комисията понастоящем събира информация за браншовите подходи към оповестяването на информация и за подходите на държавите членки към нормативното уреждане на този въпрос. Предварителните резултати показват, че разнообразните национални подходи в тези области могат да насърчат колективното финансиране на местно равнище, но да не бъдат непременно съвместими помежду си в трансграничен контекст.

---

<sup>11</sup> COM(2014) 172.

## *Въпроси*

5) Какви допълнителни мерки биха спомогнали за увеличаване на достъпа до финансиране и насочване на средствата към онези, които се нуждаят от тях?

6) Нужно ли е да бъдат взети мерки за насърчаване на по-голяма ликвидност на пазарите на корпоративни облигации като например стандартизиране? Ако сте съгласни — какви мерки са необходими и могат ли да бъдат предприети самостоятелно от пазара или е нужно нормотворческо действие?

7) Освен да подпомага изготвянето на насоки от пазарните участници, нужно ли е ЕС да предприеме и действия за улесняване разгръщането на стандартизирани, прозрачни и отговорни инвестиции в опазването на околната среда, социалната сфера и сферата на управлението, включително „зелени облигации“?

8) Има ли смисъл да се разработи на равнище ЕС общ счетоводен стандарт за малките и средните предприятия, допуснати до МТС? Нужно ли е такъв стандарт да стане постоянен елемент на подкрепящите МСП пазари? Ако сте съгласни — при какви условия да стане това?

9) Има ли пречки пред развитието, включително в трансграничен план, на подходящо регламентирани платформи за кредитиране между физически лица или за колективно финансиране? Ако такива са налице, как следва да бъдат преодоленни?

## **4.2 Разгръщане и диверсифициране на предлагането на финансиране**

Размерът на капиталовите пазари зависи в крайна сметка от притока на спестявания към инструментите на капиталовия пазар. Поради това, за да се развиват капиталовите пазари, е нужно те да привличат **индивидуални, институционални и международни инвеститори**.

### *Насърчаване на институционалните инвестиции*

Ролята, която дългосрочните инвестиции на институционалните инвеститори имат на капиталовите пазари, нарасна значително. Нормативни бариери и други фактори обаче могат да ограничат притока на тези дългосрочни инвестиции към дългосрочни проекти, включително инфраструктурни.

С активи на стойност над 17 трилиона евро, **европейският сектор на управление на активи** играе ключова роля при насочването на инвестициите към икономиката. Голяма част от този успех е пряк резултат от уредбата на европейските инвестиционни фондове. Уредбата на взаимните фондове в рамките на ПКИПЦК (предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа)<sup>12</sup> е признат международен стандарт. От своя страна, с Директивата относно лицата, управляващи алтернативни

---

<sup>12</sup> Директива 2014/91/ЕС.

инвестиционни фондове<sup>13</sup> се урежда дейността на европейските лица, управляващи АИФ.

Понастоящем нормативно определените разходи за създаването и трансграничното предлагане на фонд, както и за лицензирането на управляващо лице, се различават в отделните държави членки. Намалването на разходите за създаването и в по-общ план — за трансграничното предлагане на фондовете ще снижат бариерите пред навлизането на пазара и ще засилят конкуренцията. Важно е на пазара да навлизат нови участници, както и средствата да се увеличават, за да се възползват от икономии от мащаба. Комисията търси да получи становища за евентуалните допълнителни мерки, които биха могли да насърчат институционалните инвеститори да набират и инвестират по-големи суми и в по-широк спектър от активи като дългосрочни проекти, новосъздадени предприятия и МСП.

Секторите на **пенсионното осигуряване и застраховането** също притежават значителни активи в размер на около 12 трилиона евро, които могат да подпомогнат инвестициите. С Директивата „Платежоспособност II“<sup>14</sup> — новият пруденциален режим, който ще се прилага за **застрахователите** от 1 януари 2016 г. — се премахват националните ограничения за състава на портфейла от активи на дружествата<sup>15</sup>, което ще им позволи да увеличат инвестициите си в дългосрочни активи. Освен това Комисията се увери, че стандартната формула за изчисляване на капиталовите изисквания за застрахователите не създава пречки пред дългосрочните инвестиции и че дългосрочните пасиви са съобразени с дългосрочните активи<sup>16</sup>. Това действие получи положителен отзвук, макар че имаше и призови за адаптирано третиране на инфраструктурните инвестиции във връзка с калибрирането на капиталовите изисквания за застрахователите и банките. Необходима е още работа, за да бъдат установени нискорисковите инфраструктурни инвестиции — под формата на дългови или капиталови инструменти, с оглед евентуално преразглеждане на пруденциалните норми и създаването на инфраструктурни подкласове.

Капиталопокривните схеми за **пенсионно осигуряване** имат все по-важна роля в някои държави членки. Подобни схеми, управлявани разумно и по начин, отразяващ тяхната социална функция, могат да допринесат за устойчивостта и адекватността на пенсионната система и стават все по-важни за инвеститорите в европейската икономика. С понастоящем обсъжданите нови правни норми за професионалното пенсионно осигуряване биха могли да се премахнат пречките пред засилване на инвестициите на пенсионните схеми в дългосрочни активи. От своя страна, обменът на добри практики би могъл допълнително да сближи националните системи.

При личните пенсионни спестявания доставчиците са обект на редица различни законодателни актове на ЕС. Това повдига въпроса дали въвеждането на стандартизиран продукт, например чрез общоевропейски или „29-и“ режим, и премахването на препятствията пред трансграничния достъп биха могли евентуално да

---

<sup>13</sup> Директива 2011/61/ЕС за изменение на директиви 2003/41/ЕО и 2009/65/ЕО и на регламенти (ЕО) № 1060/2009 и (ЕС) № 1095/2010.

<sup>14</sup> Директива 2009/138/ЕО.

<sup>15</sup> В допълнение към това, в областта на банковия пруденциален надзор делегираният акт на Комисията относно коефициента на ликвидно покритие (КЛП) засилва стимулите за инвестиции в инфраструктурата и МСП и се очаква да улесни инвестициите в МСП.

<sup>16</sup> [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-578\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm).

укрепят единния пазар на лични пенсионни спестявания. Всички промени ще трябва да осигурят ефективна степен на защита на потребителите, като същевременно се подобри покритието и се предприемат подходящи мерки за сигурността на спестяванията.

**Дяловото участие и рисковият капитал** играят важна роля в европейската икономика като алтернативна форма на финансиране спрямо традиционните банкови заеми или емитирането на дълг или собствен капитал. Пазарите на рисков капитал обаче често не са достатъчно мащабни, като това се отнася не само за фондовите борси, специализирани във финансирането на бързо развиващи се дружества, а и за рисковия капитал в началния етап или в етапа на разработване на нови дружества или във високотехнологични дружества. Налице са също така значителни различия в развитието на пазарите на рисков капитал в отделните държави членки: около 90 % от всички лица, управляващи фондове за рисков капитал, са съсредоточени в осем държави членки<sup>17</sup>.

В някои държави членки фондовете за рисков капитал не успяват да достигнат необходимия им размер за разпределяне на портфейлния риск. Сред главните причини са липсата на култура на капиталови инвестиции, недостатъчната информация, разпокъсаността на пазара и високите разходи.

С цел да насърчи предоставянето при определени условия на новосъздадени или социални дружества на рисков капитал под формата на дялово участие или заеми, през 2013 г. ЕС прие регламенти относно Европейските фондове за рисков капитал (EuVECA)<sup>18</sup> и Европейските фондове за социално предприемачество (EuSEF)<sup>19</sup>. Резултатите до момента са окуражаващи, но има потенциал за по-нататъшно развитие. Вероятно е редица пречки да възпрепятстват популяризирането на тези фондове. Особена загриженост поражда фактът, че управители, чийто портфейл надхвърля 500 милиона евро, не могат нито да създават и управляват такъв фонд, нито да използват тези наименования и да предлагат фондовете в ЕС. Разширяването на кръга на участниците на пазара потенциално би могло да увеличи броя на наличните EuVECA и EuSEF.

Публичното финансиране също може да играе роля, тъй като областната администрация в редица държави членки е сред значимите вложители в рисков капитал. Финансовите инструменти на ЕС като Рамковата програма за конкурентоспособност и иновации (ПКИ), европейските структурни и инвестиционни фондове (ЕСИФ)<sup>20</sup> и финансирането с капиталови инструменти по линия на програмите на структурните фондове позволиха мобилизирането на рисков капитал за МСП. Програмата на ЕС за конкурентоспособност на МСП (COSME)<sup>21</sup> и програмата „Хоризонт 2020“ се основават на този успех. Освен това, през юли 2014 г. бяха изменени нормите относно държавната помощ, за да се даде възможност за повече държавна намеса, когато е необходимо, в развитието на пазара на финансиране с рисков капитал и за подобряване на достъпа на МСП и малките или иновационните дружества със средна капитализация<sup>22</sup>. Въпросът е как да се увеличи размерът на

<sup>17</sup> Обединеното кралство, Германия, Швеция, Дания, Финландия, Нидерландия, Франция и Испания.

<sup>18</sup> Регламент (ЕС) № 345/2013.

<sup>19</sup> Регламент (ЕС) № 346/2013.

<sup>20</sup> Регламент (ЕС) № 1303/2013.

<sup>21</sup> Регламент (ЕС) № 1287/2013.

<sup>22</sup> ОВ С 19, 22.1.2014 г., стр. 1.

фондовете за рисков капитал и как публичното и частното финансиране могат заедно да допринесат за това.

Липсата на възможности за изход за инвеститорите могат също да бъдат пречка за развитието на финансирането с рисков капитал. Комисията би желала да узнае дали могат да бъдат взети мерки за създаването на по-благоприятна среда за бизнес ангелите<sup>23</sup>, рисковия капитал и **публични емисии на нови акции**, за да се осигурят по-добри стратегии за изход за инвеститорите и да се насърчи предлагането на рисков капитал на новосъздадените дружества.

Банките вероятно ще продължат да бъдат ключови участници в капиталовите пазари като емитенти, инвеститори и посредници, както и да играят основна роля при кредитното посредничество чрез дейността си по финансиране и предоставяне на информация. Същевременно възникват нови технологии и бизнес модели като например кредитирането между физически лица чрез специализирани платформи или други форми на небанково пряко кредитиране, които предлагат финансиране на МСП и новосъздадените дружества. Комисията търси да получи становища за това дали съществуват значителни входни пазарни бариери за предоставянето и разгръщането на тези услуги успоредно с банковото кредитиране.

#### *Въпроси*

*10) Какви мерки биха могли да стимулират институционалните инвеститори да набират и инвестират повече средства и в по-широк спектър от активи, в частност — дългосрочни проекти, МСП и иновационни и бързо развиващи се новосъздадени дружества?*

*11) Какви мерки биха могли да се предприемат за намаляване на разходите на управителите на фондове за създаването на фондове и предлагането им в ЕС? Какви са пречките, които затрудняват фондовете да се възползват от икономии от мащаба?*

*12) Дали работата върху адаптираното третиране на инфраструктурните инвестиции следва да визира някои ясно разграничими подкласове активи? Ако това е така, на кои от тях Комисията следва да даде приоритет в бъдещите преразглеждания на пруденциалните норми като ДКИИВ/РКИ и „Платежоспособност II“?*

*13) Ще засили ли единния пазар на пенсионно осигуряване въвеждането на стандартизиран продукт или премахването на съществуващите пречки пред трансграничния достъп?*

*14) Дали промените в регламентите относно EuVECA и EuSEF ще улеснят дейността на лицата, управляващи по-големи фондове в ЕС? Какви други промени следва евентуално да се направят, за да се увеличи броят на тези видове фондове?*

---

<sup>23</sup> Бизнес ангелите са индивидуални инвеститори, обикновено с опит в бизнеса, които предоставят капитал на новосъздадени предприятия.

15) Как ЕС може допълнително да развие поемането на дялово участие и рисковия капитал като алтернативни източници на финансиране на икономиката? По-специално, какви мерки биха спомогнали за увеличаване размера на фондовете за рисков капитал и биха разширили възможностите за изход за инвеститорите в рисков капитал?

16) Има ли пречки пред безопасното увеличаване на прякото банково и небанково кредитиране на дружествата, които се нуждаят от финансиране?

### *Насърчаване на индивидуалните инвеститори*

Индивидуалните инвеститори в ЕС не са твърде склонни да инвестират пряко на капиталовите пазари; повечето предпочитат колективните инвестиционни механизми. От друга страна европейските домакинства имат значителни банкови спестявания, които в някои случаи могат да се използват по-продуктивно. Намаляващите лихвени проценти по депозитите могат да стимулират домакинствата да пренасочат повече финансови средства от банките към котираните ценни книжа.

Продуктите на взаимните фондове като ПКИПЦК са популярни сред индивидуалните инвеститори механизми за инвестиране на капиталовите пазари. Въпреки това степента на пряко участие в ПКИПЦК от страна на индивидуалните инвеститори все още е относително ниска: през 2013 г. дялът на частните домакинства в притежаването на инвестиционни фондове в еврозоната е бил едва 26 %<sup>24</sup>. В стремежа си да осигури по-широк избор на продукти на инвестиционните фондове и по-голяма конкуренция, Комисията се интересува от виждания за начините за насърчаване на трансграничното участие на индивидуалните инвеститори в ПКИПЦК.

Индивидуалните инвеститори ще бъдат склонни да инвестират на капиталови пазари само ако имат доверие както в тях, така и в осъществяващите дейност на тях финансови посредници, а също така и ако смятат, че могат безопасно да получат по-добра възвращаемост от спестяванията си. Възстановяването на инвеститорското доверие е основна отговорност и задача на финансовия сектор. От своя страна, повишаването на финансовата грамотност би позволило на потребителите по-ефективно и лесно да избират и съпоставят финансови продукти. В подкрепа на тази цел — повишаване на финансовата грамотност и подобряване на обучението в тази област — са въведени редица национални програми, както и проектът на ЕС „Школа за потребителите“ („Consumer Classroom“). В някои случаи полезни за потребителите биха могли да бъдат и наличните в някои държави членки по-стандартизирани и по-прости финансови продукти.

Нормативната уредба и надзорът са сред средствата за спечелване на инвеститорското доверие, поради което с Директивата за пазарите на финансови инструменти II<sup>25</sup> и други разпоредби Европейският орган за ценни книжа и пазари (ESMA) и Европейският орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (EIOPA) получиха по-големи правомощия за инвеститорска защита. Както бе споменато в

<sup>24</sup> Fact Book 2014, European Fund and Asset Management Association.

<sup>25</sup> Директива 2014/65/ЕС за изменение на Директива 2002/92/ЕО и Директива 2011/61/ЕС.

неотдавнашния преглед на Комисията на Европейските надзорни органи (ЕНО)<sup>26</sup>, техните мандати в областта на потребителската/инвеститорската защита биха могли, където е необходимо, да бъдат изяснени и засилени.

**Повишаването на трансграничната конкуренция при финансовите услуги за физически лица** би могло да доведе до по-голям избор, по-ниски цени и по-добри услуги. Финансовите услуги, предоставяни чрез електронни и мобилни средства, потенциално биха могли да допринесат за тази цел, при условие че чрез подходяща защита бъдат преодолените опасенията за измами, пиратство и пране на пари, като същевременно не бъде утежнено използването им от клиентите. Комисията ще започне подготвителна работа за начините, по който единният пазар на финансови услуги за физически лица може да стане по-полезен за потребителите.

#### *Въпроси*

*17) Как може да се повиши трансграничното участие на индивидуалните инвеститори в ПКИПЦК?*

*18) Как ЕНО могат допълнително да подпомогнат осигуряването на потребителска и инвеститорска защита?*

*19) Какви мерки биха довели до увеличаване на инвестициите от индивидуалните инвеститори? Какво още може да се направи за осигуряването на гражданите на ЕС на достъп до капиталовите пазари и същевременно — на защита?*

*20) Познавате ли национални най-добри практики в разработването на прости и прозрачни инвестиционни продукти за потребителите, които могат да бъдат споделени?*

#### ***Привличане на чуждестранни инвестиции***

За да привличат чуждестранни инвестиции европейските капиталови пазари трябва да бъдат отворени и конкурентоспособни в световен мащаб, добре регламентирани и интегрирани, което означава, че трябва да бъдат съхранени високите стандарти на ЕС за гарантиране на лоялни пазарни отношения, финансова стабилност и инвеститорска защита. Глобалният характер на капиталовите пазари налага при изграждането на съюза на капиталовите пазари да бъде отчетен международният компонент.

Посткризисното намаляване на брутните капиталови потоци засегна всички региони, но най-значителният спад на входящите и изходящите потоци на брутен капитал като процент от БВП бе отбелязан в ЕС (и по-специално в еврозоната). През 2013 г. всички компоненти на брутните притоци на капитал (портфейлни инвестиции, преки чуждестранни инвестиции и кредитиране с банково посредничество) бяха по-ниски, отколкото през 2007 г.

---

<sup>26</sup> COM(2014) 509.

По данни на Международния валутен фонд (МВФ), в края на 2013 г. общият размер на глобалните трансгранични портфейлни инвестиции е възлизал на 25 трилиона евро. От своя страна, общият размер на трансграничните портфейлни инвестиции между държавите членки на ЕС е бил 9,6 трилиона евро, а портфейлните инвестиции от държави извън ЕС са възлезли на 5 трилиона евро. Това означава, че е налице голям потенциал за привличане на допълнителни инвестиции от трети държави под формата на капиталови и дългови инструменти.

Политиката на ЕС в областта на международната търговия и инвестициите<sup>27</sup> трябва да играе важна роля в подкрепянето на международните инвестиции. С международните търговски и инвестиционни споразумения се либерализира движението на капитали, регламентират се достъпът до пазара и инвестициите, включително предоставянето на финансови услуги, и се допринася за осигуряването на подходяща степен на защита на инвеститорите в Европа и равни условия на конкуренция в ЕС<sup>28</sup>. Освен това Комисията има принос в международните усилия в областта на свободното движение на капитали, например в кодексите на ОИСР за либерализиране на движението на капитали.

Трябва да се улесни прякото предлагане на пазарите в трети държави на инвестиционни фондове и други инвестиционни инструменти от ЕС. Това би могло да се постигне, като се снижат бариерите пред достъпа до тези пазари на финансовите институции и услуги от ЕС, включително, когато е целесъобразно, като в бъдещите търговски споразумения се предвиди отваряне на пазарите на трансгранично управление на активи.

В този контекст Комисията се интересува от виждания за възможните мерки за повишаване привлекателността на пазара на ЕС за международните инвеститори.

#### *Въпроси*

*21 Какви евентуални допълнителни действия в областта на регламентирането на финансовите услуги биха могли да бъдат предприети, за да се осигури конкурентоспособността на ЕС в международен план и привлекателността му за инвеститорите?*

*22) Какви мерки могат да бъдат взети за улесняване достъпа на дружествата от ЕС до инвеститорите и капиталовите пазари в трети държави?*

<sup>27</sup> COM(2010) 343.

<sup>28</sup> Освен това в своите търговски и инвестиционни споразумения ЕС следи за подходящи гаранции за адекватна защита в области като безопасността, здравето, опазването на околната среда, културното многообразие и др.



### **4.3 Повишаване на пазарната ефективност — посредници, инфраструктура и обща нормативна уредба**

#### *Единни норми, правоприлагане и конкуренция*

Разработването на единни норми през последните години бе важна стъпка за хармонизиране регламентирането на капиталовите пазари, на които дружествата могат да се конкурират в трансграничен план при равни условия. Успехът на единните норми зависи от ефективното въвеждане и последователното им прилагане. Все още съществуват някои ключови елементи от правото на ЕС, които позволяват на държавите членки да добавят изисквания (т.нар. „свърхрегламентиране“); възникнаха и въпроси, свързани с различното тълкуване на нормите. Комисията, в сътрудничество с държавите членки и ЕНО, полага усилия, за да се увери, че финансовото законодателство на ЕС е правилно транспонирано и приведено в изпълнение по места.

Конкуренцията играе ключова роля: тя гарантира, че потребителите получават най-добрите продукти и услуги на приемливи цени, както и че инвестиционните потоци се насочват към най-продуктивните употреби. Където е възможно, входните пазарни бариери за конкуренти трябва да бъдат отстранени, както и да бъде осигурен достъп до инфраструктурата на финансовите пазари. В подкрепа на ефективността и доброто функциониране на капиталовите пазари Комисията прибегна до правомощията си в областта на конкуренцията и заведе през последните години няколко дела. Комисията ще продължи да следи за стриктното прилагане на законодателството в областта на конкуренцията, за да се избегне ограничаването или изкривяването на конкуренцията, нанасящо ущърб на изграждането на интегрирани и добре функциониращите капиталови пазари.

Следва да се следи и за прилагането на принципа на свободно движение на капитали, за да не се позволи на неоснователни пречки да възпират инвестиционните потоци в рамките на ЕС. Пример за неоснователна пречка пред свободното движение на капитали могат в някои случаи да са изискванията, наложени от приемащите държави членки на пазарните участници с европейски паспорт за предлагане на ценни книжа, издаден от тяхната държава членка по произход. Една по-стабилна, прозрачна и предвидима за инвеститорите нормативна среда би могла да допринесе за спечелване на доверието им и за повишаване на дългосрочната привлекателност на единния пазар като инвестиционно средище.

#### *Сближаване в областта на надзора*

Въпреки че регламентирането на капиталовите пазари е до голяма степен хармонизирано, успехът на реформите зависи и от въвеждането и последователното прилагане на нормите. ЕНО играят ключова роля за насърчаване на сближаването. Неотдавна Комисията публикува доклад за функционирането на ЕНО и на Европейската система за финансов надзор (ЕСФН)<sup>29</sup>, в който бяха определени редица области, където би могло да се въведат подобрения в краткосрочен и средносрочен план. Комисията ще продължи да прави преглед на функционирането и дейността на ЕНО, както и на тяхното управление и финансиране.

---

<sup>29</sup> COM(2014) 509.

Европейските надзорни органи играят важна роля в подкрепа на сближаването на надзорните практики, на увеличаването на фокуса и използването на партньорските проверки, както и на предприемането на подходящи последващи действия. Освен това използването, когато е необходимо, на средствата за разрешаване на спорове и на правомощията за провеждане на разследвания във връзка с подозрения за нарушение на правото на ЕС би могло да улесни последователното прилагане на правото на ЕС на единния пазар.

Тук ролята на ЕНО би могла да се анализира допълнително. Доколкото националните надзорни режими биха могли да породят различни степени на инвеститорска защита и пречки пред трансграничните операции, както и да затруднят дружествата, търсещи финансиране в други държави членки, ЕНО биха могли да играят допълнителна роля за засилване на сближаването.

#### *Данни и публикуване на информация*

Разработването на общи за ЕС данни и публикуване на информация би могло да насърчи интегрирането на капиталовите пазари. Например на пазарите на акции наличието на система за консолидирана борсова информация (т.нар. „consolidated tape“) е от изключително значение за осигуряването на качеството, наличието и навременността на информацията след сключването на сделка. Ако усилията на пазара се окажат недостатъчни за осигуряването на такава система, която да е лесно достъпна и използваема от пазарните участници при разумни търговски условия, може да е необходимо да се помисли за други решения, включително да се възложи нейната експлоатация на търговско дружество. Комисията също ще се стреми да направи така, че разпространението на консолидираната информация при разумни търговски условия да се осъществява безпрепятствено.

Възприемането на по-ефективни подходи, с участието на националните органи или ESMA, за публикуване на информация за пазарни и надзорни цели, например по отношение на общи информационни механизми при някои изисквания за докладване, също може да бъде от полза за пазарните участници. Комисията търси да получи становища по въпроса, за да прецени каква допълнителна работа е необходима за усъвършенстване на данните и публикуването на информация в ЕС.

#### *Пазарна инфраструктура и нормативна уредба на ценните книжа*

Пазарната инфраструктура и нормативната уредба на ценните книжа, т.е. механизмът, който насочва инвестициите, и законите, на които е подвластен, са решаващи фактори за ефикасността и лекотата на инвестирането. Нормативната уредба на пазарните инфраструктури е в процес на въвеждане и включва норми за гарантиране стабилността на централните контрагенти (ЦК) и централните депозитари на ценни книжа (ЦДЦК), както и ръководения от Евросистемата проект „Target2—Securities“ (T2S). Комисията, според обявеното в работната ѝ програма, възнамерява да представи законодателно предложение за създаването на европейска рамка за възстановяване и преструктуриране на финансови институции със системно значение, каквито са например централните контрагенти. Независимо от това, при някои аспекти, свързани с пазарните инфраструктури, върху които се основава търговията, са възможни допълнителни подобрения.

**Обезпечението** е жизненоважна част от финансовата система, тъй като е в основата на множество пазарни сделки и осигурява защита при възникването на проблеми. Понастоящем движението на обезпечение в ЕС не е безпрепятствено, което не позволява на пазарите да функционират ефективно. От финансовата криза насам търсенето на обезпечение се увеличи поради търсенето на пазара на по-сигурно финансиране, както и поради новите нормативни изисквания като изложените в Регламента за европейската пазарна инфраструктура (EMIR)<sup>30</sup> и Регламента за капиталовите изисквания (РКИ)<sup>31</sup>. Увеличеното търсене на обезпечение би могло да породи риск от използването на едни и същи ценни книжа при множество сделки, какъвто беше случаят преди кризата, поради което тези въпроси понастоящем се проучват. Комисията търси да получи становища за необходимостта от допълнителна работа с цел улесняване на едно подходящо регламентирано движение на обезпечения в рамките на ЕС.

Впрочем, въпреки постигнатия значителен напредък в хармонизирането на нормите, целящи осигуряването на прозрачността и лоялните отношения на пазарите на ценни книжа, **правата на инвеститорите в ценни книжа са уредени различно в отделните държави членки**. В резултат на това инвеститорите се затрудняват при оценяването на риска от капиталови инвестиции в отделните държави членки. Този въпрос се обсъжда вече повече от десетилетие — от втория доклад „Giovannini“ през 2003 г. Материята му е сложна, тъй като засяга собствеността, договорното и дружественото право, несъстоятелността, както и законодателството относно притежаването на ценни книжа и стълкновителните норми. Според някои дисониращи мнения хармонизация на равнище ЕС и единна дефиниция на ЕС за ценни книжа не са нужни. Твърди се също така, че привеждането в действие на Target2—Securities в средата на 2015 г. ще отстрани правните и операционните рискове пред прехвърлянето и държането на ценни книжа в отделните юрисдикции, ще намали разходите и ще доведе до увеличаване на трансграничните инвестиции. С оглед на тези ограничения Комисията търси да получи становища дали са възможни и желателни известни цели промени в разпоредбите относно притежаването на ценни книжа, които биха могли съществено да допринесат за по-висока степен на интеграция на капиталовите пазари в ЕС.

Друг важен аспект от изграждането на общоевропейски пазар на секюритизации и финансови обезпечения, а също и на други дейности като например факторинг, е постигането на по-голяма правна сигурност при трансграничното прехвърляне на вземания и приоритетния ред на подобни прехвърляния, особено в случаи на несъстоятелност. През 2015 г. Комисията ще публикува доклад за определяне на проблемите и на възможните решения.

Банките играят ключова роля не само при отпускането на заеми, но и като посредници на капиталовия пазар, по-специално като осигуряват ликвидност чрез поддържане на пазара. Според някои проучвания ликвидността в определени пазарни сегменти показва признаци на спад, но се подчертава също и вероятността цената на ликвидността в периода непосредствено преди кризата да е била прекалено ниска. Според някои намаляването на ликвидността се дължи на необходима корекция на пазара, на спада на доверието от страна на пазара след кризата, както и на други глобални нормативни мерки, предприети след кризата. Комисията търси да получи становища за най-добрия

---

<sup>30</sup> Регламент (ЕС) № 648/2012.

<sup>31</sup> Регламент (ЕС) № 575/2013 за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012.

начин за създаването на условия за по-стабилна ликвидност с по-добро ценообразуване и по-специално дали биха могли да се предприемат мерки за подкрепа на ликвидността в уязвими сегменти, както и дали съществуват входни бариери за нови пазарни участници, които биха били способни да допринесат за напасването между купувачи и продавачи.

*Дружествено право, корпоративно управление, несъстоятелност и данъчното облагане*

Уредба на равнище ЕС на **корпоративното управление** съществува (напр. по отношение на декларациите за корпоративно управление<sup>32</sup> или трансграничното упражняване на правата на акционерите<sup>33</sup>), но въпреки това то често е прерогатив на националното законодателство и стандарти. След финансовата криза бяха предприети две консултации<sup>34</sup> във връзка с преразглеждането на тази уредба на равнище ЕС. В ход е изменение на Директивата относно правата на акционерите с цел да се насърчи дългосрочното финансиране на бизнеса от страна на институционалните инвеститори и управляващите активни лица.

Със защитата на **правата на миноритарните акционери се подобрява корпоративното управление и привлекателността на дружествата за чуждестранните инвеститори**, които често биха могли самите те да бъдат миноритарни инвеститори. Друг аспект на доброто корпоративно управление е ефективността на контрола, който управителните съвети на дадено предприятие упражняват върху ръководителите. Управителните съвети защитават интересите на инвеститорите, поради което ефективният им и функциониращ характер също е от ключово значение за привличането на инвестиции.

Въпреки няколко законодателни акта в областта на дружественото право<sup>35</sup>, дружествата все още срещат сериозни трудности при **трансграничната мобилност и преструктуриране**. За преодоляването на пречките пред трансграничното установяване и дейност на дружествата биха могли да спомогнат допълнителни реформи на дружественото право.

Различаващото се сред държавите членки уреждане на **стълкновенията на закони** по отношение на вътрешното функциониране на дружествата може да доведе до правна несигурност, тъй като ако дадено дружество е учредено в една държава членка, но основната му дейност е в друга държава членка, то може да се окаже едновременно обект на законите на различни държави членки.

Ако поради сложността си дебатът за хармонизиране на **уредбата на несъстоятелността** не отбеляза съществен напредък през последните трийсетина години, такъв бе постигнат при стълкновителните норми за трансграничните производства по несъстоятелност<sup>36</sup>. Въпреки това националните уредби на несъстоятелността все още се различават по основни черти и ефективност<sup>37</sup>. Едно

---

<sup>32</sup> Директива 2006/46/ЕО.

<sup>33</sup> Директива 2007/36/ЕО.

<sup>34</sup> COM (2010) 284 и COM (2011) 164.

<sup>35</sup> Например Регламент (ЕО) № 2157/2001 и Директива 2005/56/ЕО.

<sup>36</sup> През 2015 г. Регламент № 1346/2000 относно производството по несъстоятелност ще бъде заменен от подобрен правен инструмент.

<sup>37</sup> Работен документ на службите на Комисията SWD(2014) 61 final.

сближаване би могло да допринесе за появата на общоевропейски пазари на капиталови и дългови инструменти, тъй като би се намалила несигурността за инвеститорите, на които се налага да оценяват рисковете в няколко държави членки. Освен това, в редица държави членки не е предвидена правна възможност за ранно реструктуриране на дълга или тя е с неадекватен характер, липсват разпоредби във връзка с „втория шанс“, а официалните производства по несъстоятелност са твърде дълги и скъпи; всичко това може да доведе до ниски равнища на събрани вземания за кредиторите и да има възпиращ ефект върху инвеститорите. За да се постигне напредък в областта на несъстоятелността Комисията прие препоръка за нов подход към фалита и несъстоятелността на предприятията<sup>38</sup>, в която призовава държавите членки да въведат процедури за ранно реструктуриране и разпоредби във връзка с „втория шанс“. В препоръката държавите членки се приканват и да обмислят прилагането на принципите към потребителската свръхзадължнялост и личната неплатежоспособност. През 2015 г. е предвидена оценка на препоръката.

Различаващите се **данъчни режими** в отделните държави членки могат да възпрепятстват развитието на единен пазар на капитали. Те могат например да възпрепятстват трансграничните инвестиции като пенсионните спестявания и застраховките „Живот“. Като последващи действия във връзка с Бялата книга относно пенсиите<sup>39</sup> Комисията извърши проучване на дискриминационните норми по отношение на капитала, вноските и плащанията при пенсионноосигурителните и животозастрахователни схеми. На по-късен етап Комисията ще предприеме необходимите действия, ако констатира дискриминационни норми и дискриминационни данъчни разпоредби по отношение на трансграничните инвестиции в имоти от страна на животозастрахователните дружества и пенсионните фондове. Продължава и работата за **опростяване, при услугите, предоставяни след сключването на сделка, на процедурите за намаляване на удържания при източника данък.**

Освен че различните участници на пазара са обект на различно третиране в отделните държавите членки, различно е и данъчното третиране на различните видове финансиране, което може да доведе до изкривяване на конкуренцията. Различното третиране например на финансирането чрез собствен капитал и дълг би могло да увеличи прибягването от дружествата до дългови инструменти и банково финансиране. Освен това различните определения, които дават държавите членки на дълга и на собствения капитал и оттам — съответно различното им данъчно третиране, включително по отношение на инструментите на нормативно изискуемия капитал, могат да попречат на равните условия на конкуренция, да доведат до разпокъсаност на пазарите и да породят възможности за прехвърляне на печалбата.

Накрая може да се посочи, че получаването на финансиране е особено трудно за новосъздадените дружества, които, без финансови гаранции и доказан опит, не могат да предложат сигурност за доставчиците на финансиране. В същото време при тези дружества е по-голяма вероятността да доведат иновации, които да дестабилизируют пазарната позиция на големите установени предприятия. В скорошно проучване,

<sup>38</sup> Препоръка на Комисията C(2014) 1500.

<sup>39</sup> Бялата книга „Програма за адекватни, сигурни и устойчиви пенсии“, изготвена въз основа на консултацията на зелената книга от 2010 г., бе приета на 16 февруари 2012 г. В тази бяла книга се прави преглед на предизвикателствата пред адекватността и устойчивостта на пенсионните системи и се предлага набор от мерки на равнище ЕС.

поръчано от Европейската комисия<sup>40</sup>, бе направен изводът, че насочването към новосъздадени иновативни дружества на **данъчните стимули за разходи за научноизследователска и развойна дейност** е ефективна практика.

### *Технологии*

Важна движеща сила на интеграцията на капиталовите пазари е бързото развитие на новите технологии, което допринесе например за развитието на платформите за търгуване по електронен път, за търгуването с висока честота на сделките и за т.нар. дружества „FinTech“. Понятието „FinTech“ може да се определи като комбинация от иновационни финансови услуги и наличието на капитал, постигната чрез използването на предоставените от новите (цифрови) технологии механизми (например колективното финансиране). Според неотдавнашен доклад, от 2008 г. насам глобалните инвестиции в дружества „FinTech“ са се утроили, достигайки през 2013 г. почти 3 милиарда щатски долара; тази тенденция е стабилна и се очаква да продължи, като общият размер на инвестициите през 2018 г. се оценява на 8 милиарда щатски долара<sup>41</sup>.

Европейското и националното дружествено право изостават от темпа на технологично развитие, като например не **отчитат** в достатъчна степен **предимствата от цифровизацията**. Информационният обмен между дружествата, акционерите и публичните органи все още често се осъществява на хартиен носител. В редица дружества например акционерите все още не могат да гласуват по електронен път, а липсва и общоевропейски електронен дружествен регистър. Използването на съвременните технологии в тези области ще спомогне за съкращаване на разходите и тежестите и ще осигури по-ефикасна комуникация, особено в трансграничен план.

### *Въпроси*

23) Има ли механизми за подобряване на функционирането и ефективността на пазарите, които не са обхванати в настоящия документ, по-специално по отношение на функционирането на пазара на акции и облигации и на ликвидността?

24) Има ли според вас области, в които единните норми са все още недостатъчно разгърнати?

25) Смятате ли, че правомощията на ЕНО за гарантиране на последователен надзор са достатъчни? Какви допълнителни мерки във връзка с надзора на равнище ЕС биха допринесли съществено за изграждането на съюз на капиталовите пазари?

26) Предвид натрупания опит виждате ли целеви изменения на разпоредбите относно притежаването на ценни книжа, които биха могли да допринесат за по-интегрирани капиталови пазари в рамките на ЕС?

27) Какви мерки биха могли да се предприемат за подобряване на трансграничното движение на обезпечения? Необходими ли са усилия за подобряване на трансграничната юридическа валидност на обезпеченията и споразуменията за приключващо нетиране?

<sup>40</sup> CPB (2014), "Study on R&D tax incentives", Taxation papers № 52.

<sup>41</sup> <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>

28) Кои са основните пречки пред интегрираните капиталови пазари, породени от дружественото право, включително от нормите в областта на корпоративното управление? Виждате ли целеви мерки, които биха могли да допринесат за преодоляването им?

29) Кои специфични аспекти на нормативната уредба на несъстоятелността трябва да бъдат хармонизирани, за да се подкрепи развитието на общоевропейски капиталов пазар?

30) Какви пречки около данъчното облагане следва да бъдат разгледани с приоритет, за да се достигне по-висока степен на интеграция на капиталовите пазари в рамките на ЕС и за по-стабилна структура на финансиране на корпоративно равнище? Чрез какви инструменти?

31) Как ЕС може най-добре да насърчи развитието на пазара на нови технологии и бизнес модели в подкрепа на по-интегрирани и ефикасни капиталови пазари?

32) Има ли други проблеми, пропуснати в настоящата зелена книга, които според вас изискват действия за постигане на съюз на капиталовите пазари? Ако смятате, че има — какви са те, както и каква форма биха могли да възприемат такива действия?

## РАЗДЕЛ 5: СЛЕДВАЩИ ЕТАПИ

Въз основа на резултатите от консултацията Комисията ще обмисли необходимите приоритетни действия за поставяне до 2019 г. на основите на интегриран, подходящо регламентиран, прозрачен и ликвиден съюз на капиталовите пазари за всички 28 държави членки. В допълнение към подпомагането, когато е възможно, на пазарно-ориентирани инициативи действията на ЕС могат да приемат формата на незаконодателни мерки, законодателни актове, действия по прилагане на законодателството в областта на конкуренцията и нарушенията, както и отправени специфични препоръки към отделните държави членки в рамките на Европейския семестър. Държавите членки се насърчават да проучат дали са налице бариери и пречки, създадени от националното законодателство и практики, и евентуално — как е най-добре те да бъдат преодолени.

Заинтересованите страни се приканват да изпратят своите отговори на въпросите в настоящата Зелена книга до 13 май 2015 г. чрез **онлайн въпросника**:

[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm). По време на консултацияния процес Европейската комисия:

- ще си сътрудничи с Европейския парламент, за да получи обратна връзка пряко от членовете му;
- приканва държавите членки да организират консултации и мероприятия с участието на обществеността и националните парламентаристи, за да насърчи в национален мащаб дискусиата по съюза на капиталовите пазари; както и
- за да се информира по определени въпроси, ще организира по прозрачен и балансиран начин семинари за допитване до лицата със специфичен експертен опит като представители на академичната общност и пазарните участници.

През лятото на 2015 г. Комисията ще организира конференция, с която консултацията ще приключи. По-късно през 2015 г. ще бъде публикуван План за действие във връзка със съюза на капиталовите пазари.