

BG

BG

BG



КОМИСИЯ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ ОБЩНОСТИ

Брюксел, 16.7.2008
SEC(2008) 2264

РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА

придружителен документ към

Предложение за

ДИРЕКТИВА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА

относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК)

ОБОБЩЕНИЕ НА ДОКЛАДА ЗА ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

{COM(2008) 458 окончателен}
{SEC(2008) 2263}

РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА

ОБОБЩЕНИЕ НА ДОКЛАДА ЗА ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

1. ПЕРЕРАЗГЛЕЖДАНЕ НА ДИРЕКТИВАТА ЗА ПКИПЦК

Директивата за ПКИПЦК

Директивата за предприятията за инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК)¹ е приета през 1985 г. Тя имаше за цел създаването на единен пазар за инвестиционни фондове, който да насърчи бизнеса и инвестиционните възможности както за сектора, така и за инвеститорите. В директивата бяха определени набор от изисквания, които инвестиционните фондове трябва да съблюдават, за да могат да отговарят на условията за трансгранично търгуване. Основната им цел бе да се гарантира висока степен на защита на инвеститорите. С директивата се въведе и първият паспорт в областта на финансовите услуги.

Директивата за ПКИПЦК имаше ключово значение за развитието на европейския пазар на инвестиционни фондове. През юни 2007 г. активите, управлявани от ПКИПЦК, възлизаха на 6 трилиона евро. ПКИПЦК представляват около 75 % от пазара на инвестиционни фондове в ЕС. Независимо от това положително развитие стана ясно, че директивата е прекалено ограничаваща и не позволява на управляващите и администриращите фондовете да извлекат пълния потенциал на техните възможности за развитие. С измененията през 2001 г. се увеличиха правомощията на мениджърите на ПКИПЦК при инвестирането, но с тях не се преодоляха пречките пред увеличаването на ефективността на сектора.

Прегледът на правната рамка за ПКИПЦК бе процес, състоящ се от три етапа (вж. фигура 1). Със **зелената книга** на Комисията за инвестиционните фондове през 2005 г.² бе положено началото на публично обсъждане на необходимостта от действия на ниво ЕС и техния обхват. Както изследванията на Комисията, така и консултацията, доведоха до едно и също заключение: трябва да се акцентира върху промяната на директивата, за да се отстранят оставащите бариери по отношение на достъпа до пазара и да се позволи на сектора на инвестиционните фондове да организира по-ефективно управлението и администрирането на фондовете.

Тези съображения бяха доразвити в **Бялата книга** за инвестиционните фондове³ и придружаващата я оценка на въздействието (ОВБК). В нея се анализираха редица възможни корекции, целящи както подобряване на ефективността на сектора на инвестиционните фондове по отношение на предлагането, така и укрепването им по отношение на търсенето. В някои случаи в доклада за ОВБК се стига до заключението,

¹ Директива 85/611/ЕИО от 20 декември 1985 г., изменена *inter alia*, с Директиви 2001/107/ЕО и 2001/108/ЕО от 21 януари 2002 г., и двете наричани също така „директиви за ПКИПЦК III“.

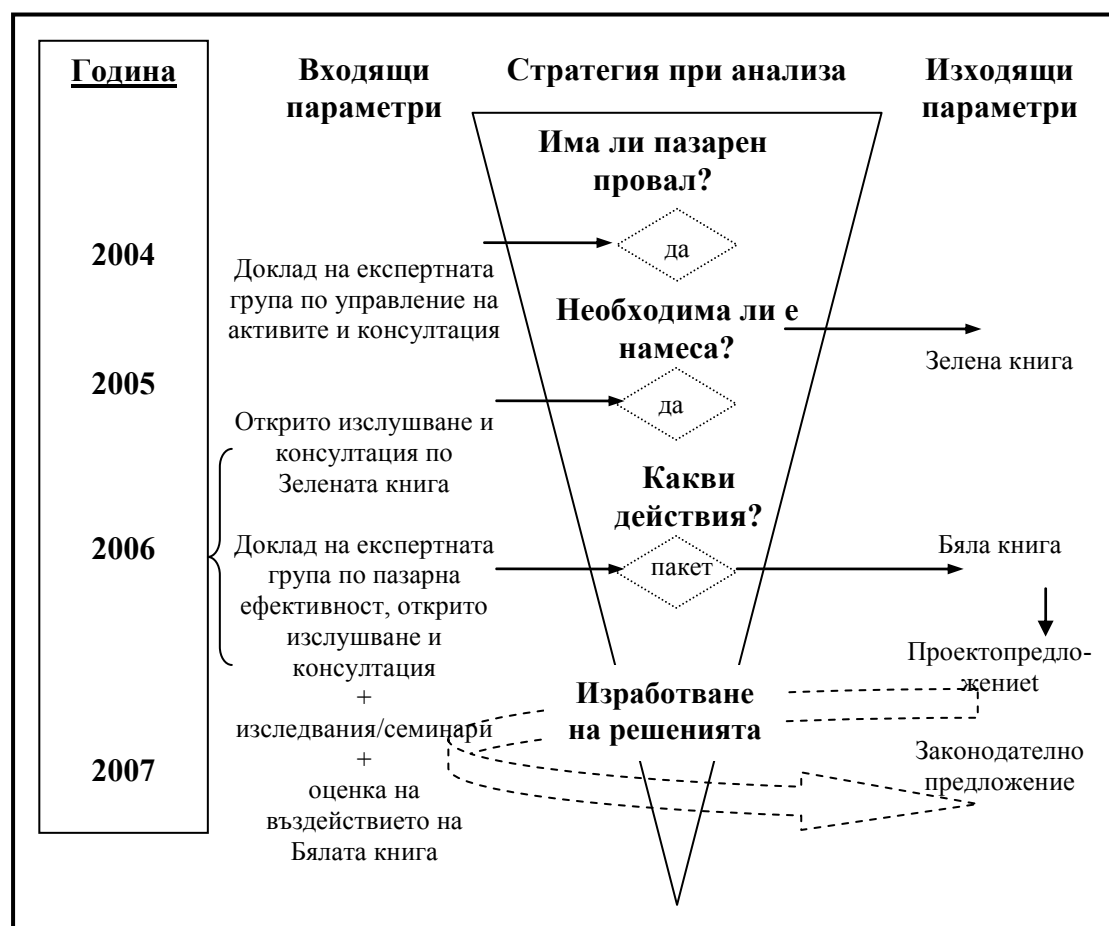
² Зелена книга за подобряване на европейската рамка за инвестиционните фондове, COM(2005) 314 окончателен, 12 юли 2005 г.

³ Бяла книга за подобряване на рамката на единния пазар на инвестиционните фондове, COM(2006) 686 окончателен, 15 ноември 2006 г.

че действието на равнище ЕС не изглежда достатъчно обосновано. Принадлежащи на сектора и национални инициативи са сметени за достатъчни или за предпочитан вариант. В други случаи е сметено, че незаконодателните мерки са най-ефективният по отношение на разходите вариант. И накрая, анализът заключава, че в някои случаи се изискват законодателни промени. По същия начин с Бялата книга бяха обявени изменения на директивата за ПКИПЦК в пет области: 1) процедурата по уведомяване, 2) сливанията на фондове, 3) обединяването на активи, 4) паспорта на управляващото дружество и 5) опростения проспект.

На 22 март 2007 г. Генерална Дирекция „Вътрешен пазар и услуги“ публикува „**проектнопредложение**“ като основа за обществена консултация по отношение на формата на тези законодателни промени. Целта на консултацията бе да се събере обратна информация относно замисъла на мерките, обявени в Бялата книга. Становищата на участниците в допитването имаха важен и стойностен принос за анализа, развит в доклада за оценка на въздействието на законодателното предложение.

Фигура 1: Процесът на преразглеждане на рамката за ПКИПЦК



2. ОТКРОЕНИ ПРОБЛЕМИ, ИЗИСКВАЩИ ПРОМЯНА НА ДИРЕКТИВАТА ЗА ПКИПЦК

2.1. Бариери за търгуването на фондовете в други държави-членки. Процедурата по уведомяване, въведена с Директивата от 1985 г., често е дълга и обременителна. Изискванията на регулаторите в приемащите държави често надвишават тези в директивата и срокът от два месеца не винаги се спазва. В

резултат на това процедурата е сравнявана с повторно оторизиране на фонда. По оценки преките годишни разходи за сектора на фондовете във връзка с поддържането на уведомяването възлизат на 25 милиона EUR (в допълнение към над 20 милиона EUR за първоначалното уведомяване)⁴. По-значителни са пропуснатите ползи, свързани със закъсненията при пускането на продуктите на пазара.

В ОВБК се препоръчва също така с измененията на директивата а) да се намалят закъсненията при уведомяването, б) настоящата процедура да се замени с обмен на съобщения между регулаторите и в) да се изяснят ролята и отговорностите на органите на отделните държави-членки.

- 2.2. Увеличаване на броя на фондовете с по-малък от оптималния размер. Структурата на европейския пазар на фондове се характеризира с голям брой малки фондове. В края на 2006 г. 54 % от европейските фондове управляват активи на стойност под 50 милиона EUR. Средният европейски фонд е над пет пъти по-малък от този в Америка. Управлението на голям брой малки фондове е скъпо. То пречи на използването на икономии от мащаба и води до увеличаване на разходите. По оценки годишните спестявания възлизат на 6 милиарда EUR⁵.

В ОВБК се стига до заключението, че две мерки биха позволили на сектора на фондовете да извлече пълния потенциал на икономии от мащаба: 1) законодателна рамка за (трансграничните) сливания на фондове и 2) възможността ПКИПЦК да осъществяват обединяване на субектите.

- 2.3. Липса на гъвкавост в организацията на стойностната верига на сектора на фондовете. Въпреки че с измененията от 2001 г. беше въведен паспорт за управляващото дружество за дружествени ПКИПЦК, в момента не е възможно управляващите дружества да управляват ПКИПЦК в друга държава-членка. Неясноти в текста на директивата и разделяне на отговорностите по надзора направиха невъзможно действието на съответните разпоредби от 2001 г. В резултат на това групите от фондове са задължени да установят действащо управляващо дружество във всяка държава-членка, в която те искат да установят набор от фондове.

В ОВБК бе очертана ясна необходимост от въвеждане на оперативен паспорт. Въвеждането на паспорта на управляващото дружество зависи от намирането на ефективни по отношение на разходите и действащи решения за осигуряване на ефективен надзор и изпълнение на разпоредбите от страна на фондове, които се управляват от разстояние.

- 2.4. Неефективен опростен проспект. Въпреки пояснението в препоръката на Комисията от 2004 г.⁶, опростеният проспект не изпълни своята мисия да

⁴ „Хармонизиран, опростен подход към регистрацията на ПКИПЦК“, EFAMA и IMA, април 2005 г.

⁵ „Building an Integrated European Fund Management Industry: cross-border mergers of funds, a quick win?“, Invesco, януари 2005 г.

⁶ Препоръка на Комисията 2004/384/ЕО от 27 април 2004 г. относно съдържанието на опростения проспект в съответствие със схема В от приложение I към Директива 85/611/ЕИО на Съвета.

предостави на инвеститорите полезен инструмент, който да служи като основа по отношение на инвестиционните им решения. Опростеният проспект е прекалено дълъг и сложен и поради това е с ограничена стойност за инвеститорите. В същото време изготвянето му е относително скъпо и отнемащо време за сектора.

По отношение на опростения проспект с ОВБК се предложи да се следва нов подход, т.е. промени в директивата, съсредоточени върху основните принципи за предоставяне на информация и възможност подробностите (напр. формат и съдържание) да се определят чрез мерки по прилагането.

3. ИЗГОТВЯНЕ НА ЗАКОНОДАТЕЛНИТЕ ПРОМЕНИ ВЪВ ВРЪЗКА С БЯЛАТА КНИГА

При съставянето на новите разпоредби бяха разгледани редица възможности. Тези варианти бяха оценявани от гледна точка на критериите за ефективност, пазарна интеграция и защита на инвеститорите. Тези въздействия са обобщени в таблицата в приложението.

3.1. По отношение на отстраняването на бариерите за търгуването на фондовете в други държави-членки

Процедурата по уведомяване

В проектопредложението беше представена цялостна промяна на процедурата по уведомяване. В него се предвижда пряко предоставяне от регулаторите в държавата-членка по произход на регулаторите в приемащата държава-членка. Органите на приемащата държава-членка няма да могат да се противопоставят на търгуването на надлежно оторизирани в държавата-членка по произход ПКИПЦК.

Получените становища при консултацията във връзка с проектопредложението като цяло бяха в подкрепа на предложението, но бяха изразени някои резерви по отношение на възможността органите на приемащата държава-членка да прилагат нехармонизирани правила по отношение на рекламата. При окончателното завършване на предложенията службите на Комисията сравниха два възможни варианта:

- 1) запазване на предварителната⁷ проверка от страна на регулаторите на приемащата държава-членка по отношение на договореностите на ПКИПЦК за търгуване, като се намали обаче продължителността на тази проверка.
- 2) позволяване на незабавно търгуване на ПКИПЦК на пазара на приемащата държава-членка: тогава проверките на регулаторите в приемащата държава-членка се осъществяват ex-post и на текуща основа и са съсредоточени до голяма степен върху местните канали на разпространение.

Осъщественият анализ показва, че първият вариант (предварителна проверка) не би подобрил значително настоящото положение. Намалението на разходите, свързани с

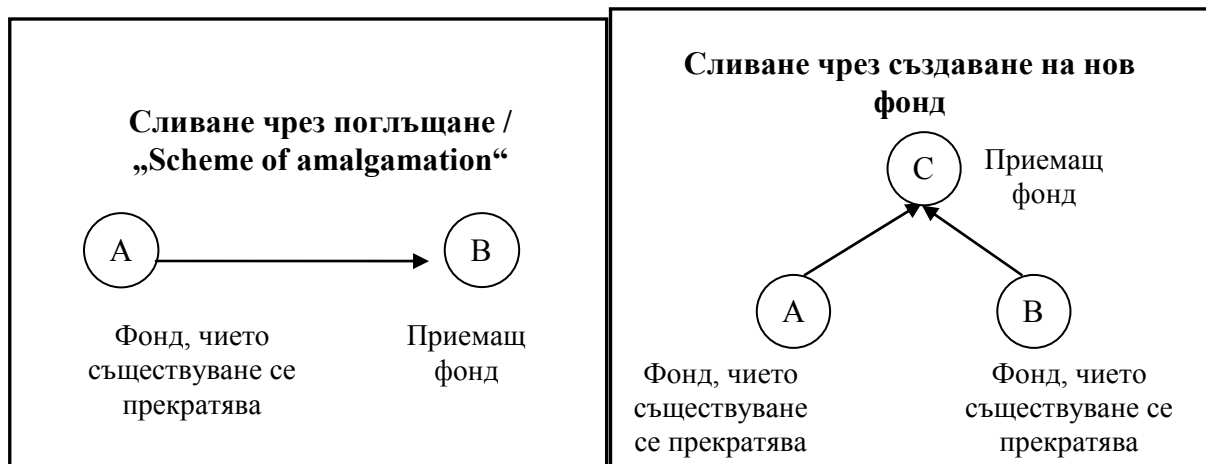
⁷ Тоест преди пускането на ПКИПЦК на пазара на приемащата държава-членка (по същия начин, последващият контрол се осъществява след като започне търгуването на ПКИПЦК в приемащата държава-членка).

процедурата по уведомяване, би било пренебрежимо малко. Несигурността по отношение на времето до пускането на пазара от страна на ПКИПЦК в приемащата държава-членка също би останала. В такъв случай процедурата по уведомяване би продължила да действа като бариера пред навлизането на пазара. Това би намалило предлагането от страна на фондовете по отношение на инвеститорите и би възпрепятствало конкурентните сили (както и техния положителен ефект върху разходите на фондовете, заплащани от инвеститорите). Съответно само едно решително опростяване на процедурата би довело до значителен положителен ефект. Той се постига с втория вариант. Имаше становища, че премахването на предварителния контрол от страна на регулаторите на приемащата държава-членка може да намали защитата на инвеститорите. В анализа на въздействието обаче се заключава, че този риск е относително малък.

3.2. По отношение на увеличаването на броя на фондовете с малък размер

а) Сливания на фондове

С проектопредложението на заинтересованите страни бе представен предварителния замисъл на рамката на ЕС за сливанията на ПКИПЦК. Предложената рамка би обхванала редица обичайно използвани техники на сливания (вж. графиките по-долу) и би се прилагала както по отношение на националните, така и по отношение на трансграничните сливания. Беше предложен и набор от изисквания за одобряване на сливането от страна на регулаторните органи и специфични разпоредби за защита на инвеститорите.



Предложеният подход бе подкрепен като цяло от всички заинтересовани страни. Бяха изразени обаче някои опасения във връзка с предложените права на инвеститорите. Във връзка с това в оценката на въздействието се изследваха два варианта:

- 1) Информация за сливането се предоставя само на инвеститорите от фонда, който престава да съществува.
- 2) Информация за сливането се предоставя на инвеститорите както на фонда, който престава да съществува, така и на тези на приемащия фонд.

В оценката на въздействието се прави заключението, че нито един от тези варианти не е напълно задоволителен както от гледна точка на ефективността, така и от гледна точка на защитата на инвеститорите. При първия вариант се минимизират административните

разходи за сектора, но той поражда някои опасения, свързани със защитата на инвеститорите; при втория вариант се минимизират рисковете, свързани със защитата на инвеститорите, но той е прекомерно обременителен. В анализа комбинацията от двата варианта се разглежда като най-подходящият избор във връзка с политиките. Това може да предполага, че на инвеститорите на фонда, който престава да съществува, а в някои случаи и на инвеститорите на приемащия фонд, се предоставя информация систематично. Препоръчва се например регулаторът, отговарящ за вземането на решение относно предложението за сливане, да направи оценка на потенциалното въздействие на сливането върху инвеститорите от приемащия фонд и да реши, ако е приложимо, дали тези инвеститори също трябва да бъдат информирани.

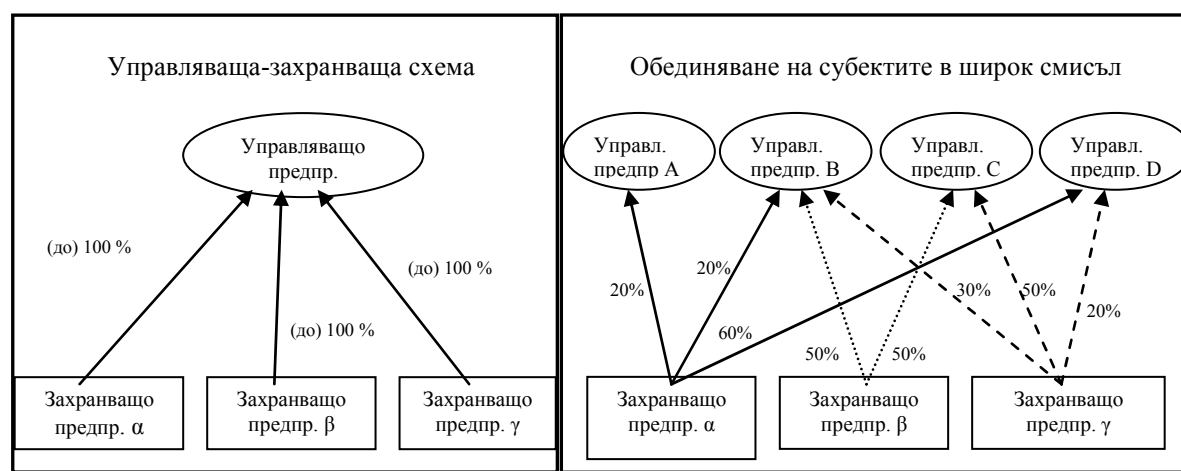
б) Обединяване на активите

В доклада за ОВБК се открояват две възможни техники за обединяване на активите: обединяване на субектите в широк смисъл и т. нар. „управляващи-захранващи“ структури. Тези понятия са обяснени графично по-долу.

В проектопредложението се излагат промените в директивата за ПКИПЦК, необходими за осигуряване на рамка за обединяване на субектите. Въз основа на предварителна оценка на въздействието, предложенията в проектопредложението са съсредоточени върху управляващите-захранващи структури. В предоставените становища предложената рамка бе счетена за по-скоро предписателна. По отношение на подбраните техники за обединяване на активите, в по-голямата част от получените становища този избор се подкрепя. Имаше обаче и някои участници в анкетата, които приканиха Комисията да разгледа въвеждането на рамка за обединяване на субектите в по-широк смисъл. Поради това анализът на въздействието е съсредоточен върху следните варианти:

1) Позволяване на обединяване на субектите в по-широк смисъл.

2) Позволяване на управляващи-захранващи структури.



Възможността да се използва обединяване на субектите в по-широк смисъл може да даде важни преимущества на участниците от сектора. Гъвкавостта да се нагажда съставът на захранващите фондове би позволила на промотиращите фондовете да приспособят обхвата на фондовете си към променящите се тенденции и искания на инвеститорите. Комисията обаче счита, че въвеждането на тази възможност би било

равносилно на отслабване на съществуващите разпоредби за ПКИПЦК фондовете, съставени от фондове⁸. Отслабването на тези изисквания за диверсификация може да има значителни неочаквани последици за инвеститорите. Следователно в анализа в оценката на въздействието се заключава, че опростеният управляващ-захранващ вариант е за предпочитане както по отношение на ефективността, така и по отношение на защитата на инвеститорите.

3.3. По отношение на липсата на организационна гъвкавост

Паспорт на управляващото дружество

В проектопредложението се прави опит да се намери баланс между широкообхватния паспорт на управляващото дружество (УД) и опасенията по отношение на надзора. Предложената рамка включва разпоредби за гарантиране на минималното съдържание на мястото на установяване на фонда и подобряване на механизмите за сътрудничество на надзорните органи.

За разлика от другите четири теми, в дадените становища при консултацията по проектопредложението бяха изразени крайно различни гледни точки по отношение на предложението. Представителите на сектора, участващи в консултацията, изразиха разочарованието си по отношение на предложения обхват на паспорта. Други, по-специално националните органи, считат, че предложеният подход не дава ясно определение на съответните отговорности на регулаторите. Като се имат предвид въпросите от основно значение, които бяха повдигнати по време на консултацията, анализът на въздействието бе съсредоточен върху следните варианти:

- 1) Запазване на настоящото състояние (т.е. да не се предприема нищо)
- 2) Започване на функционирането на паспорта на УД (ПУД) за дружествените фондове и разширяването му за договорните фондове.
- 3) Започване на функционирането на паспорта на ПУД за дружествените фондове.

Анализът на Комисията предполага, че липсата на ПУД не лишава сектора от гъвкавост при установяването на функции на територията на дадена държава-членка и от спестяване на разходи. След изготвянето на проектопредложението работата бе съсредоточена върху изготвянето на разпоредби, с които да се избегнат регулаторни пропуски, несигурност или прекомерно обременяване чрез 1) изясняване на съответните отговорности на фонда и надзорния орган на управляващото дружество, 2) осигуряване на механизми, с които да се позволи на надзорния орган и депозитаря на управляващото дружество да осъществяват мониторинг и да осигуряват прилагането на действащите правила по място на установяване на фонда и 3) гарантиране, че УД и неговият надзорен орган осигуряват цялата необходим подкрепа на надзорния орган и депозитаря на фонда.

⁸ Фонд, съставен от фондове, е фонд, чийто портфейл по същество се състои от фондове (и ликвидни средства). Директивата за ПКИПЦК включва набор от правила, с които трябва да се съобразява един ПКИПЦК фонд, съставен от фондове, по-специално задължението да се инвестира в поне 5 фонда.

Работата по изготвянето на ефективни разпоредби разкри, че:

- това би довело до широкообхватен обмен на информация и задължения за отчитане между управляващото дружество, надзорния орган на фонда, надзорния орган на управляващото дружество, администриращия фонда и депозитаря.
- това би оставило без отговор много опасения по отношение на съответните отговорности – надзорният орган на фонда и депозитарят биха зависили до голяма степен от управляващото дружество и надзорния орган на управляващото дружество по отношение на освобождаването от отговорност при изпълнението на техните задължения. Съществуват опасения, че стимулите и отговорностите няма да си съответстват в достатъчна степен.
- продължават да съществуват опасения по отношение на прилагането на правилата, особено по отношение на договорните фондове. Тъй като това е единствената съществуваща форма на ПКИПЦК в 13 държави-членки, икономическото въздействие на паспорта на управляващото дружество за дружествени фондове изглежда ограничено.

Следователно в оценката на въздействието се заключава, че видът разпоредби, необходими за осигуряване на ПУД, биха довели до прекомерна бюрокрация и административни разходи. Те не биха отстранили напълно рисковете по отношение на надзора, свързани с трансграничното управление на фондове. Счита се, че потенциалните недостатъци надхвърлят очакваните ползи. Следователно Комисията предлага разпоредбите в директивата в това отношение да не се променят, а да се запази настоящото състояние, при което управляващите фондове осъществяват трансгранично управление чрез решения, основаващи се на делегиране. Комисията възнамерява да поиска от CESR да предостави становище по отношение на безопасни, ефективни и разходо-ефективни решения, които могат да дадат достатъчно увереност по отношение на набор от въпроси, свързани с надзора и управлението на риска.

3.4. По отношение на неефективността на опростения проспект

Основна информация за инвеститорите

В ОВБК се предлага списък с потенциални промени, свързани с дължината, съдържанието и дори с името на опростения проспект (което е считано от някои за объркващо). На тази основа в проектопредложението се представя нов подход по отношение на предоставянето на информация на инвеститорите: понятието основна информация за инвеститорите (ОИИ). В него се предлага идеята за определено количество коректна, ясна и неподвеждаща информация. Предложената рамка като цяло бе приветствана от заинтересованите страни. Независимо от това, участващите в консултацията изразиха различни становища по отношение на факта, че предложението не изисква ОИИ да бъде представена само в един документ. Поради това анализът е съсредоточен върху въздействието на два възможни варианта:

- 1) ОИИ се предоставя под формата на градивни блокове, които не са задължително включени в един единствен документ.
- 2) ОИИ се предоставя като един единствен самостоятелен документ.

Подходът на градивните блокове би позволил по-голяма гъвкавост по отношение на представянето на информацията. В такъв случай би било възможно предоставяната информация да се приспособи към вида инвеститор и/или каналите на разпространение и използваните методи. Един единствен документ обаче най-вероятно би бил по-лесен за използване от страна на инвеститорите. Също така те биха могли да сравняват продуктите. Тази възможност да се сравняват продуктите на различните фондове би насърчила в средносрочен план конкурентните сили и следователно би оказала натиск върху цените (таксите). Освен това, от гледна точка на разходите за спазването на разпоредбите, подходът на градивните блокове би предполагал по-високи разходи на сектора по отношение на приспособяването. Поради това един самостоятелен документ изглежда е вариантът, който най-добре съответства на целите за защита на инвеститорите и ефективност.

4. ПРЕДЛОЖЕНИЯТ ПАКЕТ ОТ МЕРКИ

Поради това в оценката на въздействието се препоръчват действия за:

- (1) Радикално опростяване на процедурата по уведомяване
- (2) Улесняване на сливанията на фондове
- (3) Позволяване на управляващите-захранващите структури (за обединяване)
- (4) Широкообхватна промяна на опростения проспект

Икономическите спестявания, които могат да се очакват от предложените мерки, са във формата както на статични икономии на разходи за сектора и инвеститорите, така и на динамични ползи, свързани с нарасналата конкуренция и увеличаването на производителността. Годишно могат да се спестяват милиарди евро чрез пряко увеличаване на ефективността. Те ще достигнат постепенно до инвеститорите; една част от тях под формата на по-добри резултати (поради по-ниските разходи на фондовете), друга част под формата на по-ниски такси поради по-голямата конкуренция и улеснената възможност за инвеститорите да правят сравнения между фондовете. По-голямата гъвкавост по отношение на организацията и осъществяването на дейността на фондовете и намалената административна тежест ще увеличат конкурентоспособността на сектора по отношение на други продукти и пазари. По-интегрираният пазар на инвестиционните фондове би предложил на европейския инвеститор и по-широк избор на фондове с по-добри икономически резултати. Запазването на високото ниво на защита на инвеститорите, което вече е предоставено от ПКИПЦК, ще увеличи тяхната привлекателност и извън границите на ЕС. В дългосрочен план тези положителни ефекти ще допринесат за подобряване на икономическата ефективност и конкурентоспособност и по този начин ще се реализират целите на Лисабонската стратегия по отношение на този важен сектор.

Приложение: Кратък преглед на анализа в оценката на въздействието

(Предпочетените варианти са в курсив)

Възможни варианти	Въздействие върху:		В полза на? :
	Защита на инвеститорите	Ефективност	Интеграция на пазара
Уведомяване			
Предварителна проверка (на договореностите за търгуване)	+	-	не
Текущ последващ контрол	+/ \approx	+	да
Сливания на фондове			
Информация само за инвеститорите на фондове, които престават да съществуват	-	+	да
Информация за всички инвеститори ¹	+	-	не
Обединяване на субектите			
Позволяване на обединяване на субектите в по-широк смисъл.	-	+/-	да
Позволяване на управляващи-захранващи структури	+	+	да
Паспорт на управляващото дружество (ПУД)			
Да не се предприема нищо ²	+/-	-	не
ПУД за дружествени и договорни фондове	--	\approx	да
Започване на функционирането на ПУД за дружествените фондове	-	-	да
Опростен проспект			
Основна информация за инвеститорите, предоставена под формата на градивни блокове	+/-	-	не
Основна информация за инвеститорите, предоставена като един единствен самостоятелен документ	+	+	да

¹ Само в някои случаи

² Дори и този вариант да не изглежда определено по-добър, в анализа се очертават важни опасения по отношение на осъществимостта на другите два.

Оценка: „+“ = положителна; „-“ = отрицателна; „ \approx “ = неутрална