

**BG**

**BG**

**BG**



КОМИСИЯ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ ОБЩНОСТИ

Брюксел, 30.4.2009  
SEC(2009) 557

**РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА**

**Придружаващ документ към**

**Съобщение на Комисията относно  
пакетите инвестиционни продукти на дребно**

**ОБОБЩЕНИЕ НА ДОКЛАДА ЗА ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО ОТНОСНО  
ПАКЕТИТЕ ИНВЕСТИЦИОННИ ПРОДУКТИ НА ДРЕБНО**

{COM(2009) 204 окончателен}  
{SEC(2009) 556}

## **РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА**

### **Придружаващ документ към**

### **Съобщение на Комисията относно пакетите инвестиционни продукти на дребно**

## **ОБОБЩЕНИЕ НА ДОКЛАДА ЗА ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО ОТНОСНО ПАКЕТИТЕ ИНВЕСТИЦИОННИ ПРОДУКТИ НА ДРЕБНО**

**{COM(2009) 204 окончателен}  
{SEC(2009) 556}**

„Пакетите инвестиционни продукти на дребно“ предоставят на инвеститорите на дребно безпроблемен достъп до финансовите пазари. Регулаторната рамка за тези продукти трябва да предостави здрава и еднородна основа за ефективно и отговорно инвестиране на дребно. Финансовата криза остро напомни за същественото значение на прозрачността при финансовите продукти и за потенциалната цена на безотговорната продажба. Сливът на доверието на инвеститорите подчерта необходимостта спешно да се осигури наличието на подходящата регулаторна рамка, която да предостави стабилна основа за възвръщането на доверието.

В рамките на целия Европейски съюз на инвеститорите на дребно се предлагат редица „пакети“ инвестиционни продукти, които предлагат перспектива за финансов доход в средносрочен и дългосрочен период, основан на комбинация от рискови експозиции по отношение на финансовите пазари. Тези продукти включват:

- инвестиционни фондове;
- структурирани ценни книжа;
- застраховки живот в разчетни единици; както и
- структурирани срочни влогове.

Общият пазар на тези продукти е значителен и към края на 2007 г. се оценява на до 10 трилиона EUR, въпреки че количественото изражение на инвестициите спадна под влиянието на финансовата криза.

Тези продукти приемат различни правни форми, но икономическите им функции за инвеститорите на дребно са сходни. В един добре функциониращ пазар конкуренцията между видовете пакети инвестиционни продукти на дребно, насърчавайки разработването и продажбата на продукти, които съответстват на профила на потенциалните инвеститори, може да стимулира ефикасно разпределение на ресурсите.

Пазарите на тези продукти се характеризират обаче с остра несиметричност на информацията, с която разполагат от една страна инициаторите и разпространителите на продуктите и от друга – инвеститорите на дребно, както и с конфликти в отношенията принципал – посредник сред комерсиализиращите тези продукти при

инвеститорите на дребно. На микроравнище, тези пазарни дефекти нанасят ущърб на инвеститорите в случаите, когато продуктите са продавани или купувани по несъответстващ начин. На макроравнище съществува потенциалният риск инвеститорите да напуснат инвестиционните пазари, което би довело до сериозни последици както за последните, така и за възможността на отделните инвеститори да осигурят финансовото си бъдеще.

За редуцирането на тези недостатъци на европейско и национално равнище беше въведена регулаторна рамка. Две главни цели са общи за всички правила в нея: гарантиране на инвеститорите на реална информация за продукта в преддоговорната фаза и на честен процес на продажба. На европейско равнище Тази рамка получи развитие главно на секторна основа. Приложимите правила се различават по правната форма на продукта и правния статус на неговия продавач. В някои сектори и за някои продукти на европейско равнище не съществуват приложими правила.

В действителност на европейско равнище за различните пакети инвестиционни продукти на дребно и техните дистрибуционни канали е налице по-скоро „мозайка“ от правила.

Този факт вече предизвиква широко споделени опасения във връзка със съгласуваността на правото на Общността. В различните сектори са налице значителни разлики по отношение на равнището на защита на инвеститорите, както и нехармонизирани конкурентни условия за инициаторите и дистрибуторите на тези продукти. В някои държави-членки надзорните органи предприеха, когато това се разрешава от правото на Общността и там, където са счели, че европейските правила са недостатъчни, мерки за засилване на защитата на инвеститорите и хармонизиране на условията на конкуренция.

Тези ответни действия обаче неизбежно бяха с ограничен географски обхват и некоординирани, като доведоха до още по-големи отклонения в правилата и, поне принципно, допълнително възпрепятстваха развитието на единен пазар за тези продукти.

В настоящата оценка на въздействието се разглеждат два въпроса: поставя ли регулаторната мозайка действителни рискове за накърняване интересите на инвеститора и изкривяване на пазарните условия? Ако това е така, необходима ли е ответна реакция на европейско равнище и каква обща форма би била подходяща за нея?

### *Процедурни въпроси*

Работата на Комисията по пакетите инвестиционни продукти на дребно се корени в отправеното към нея през май 2007 г. от страна на Съвета по икономическите и финансови въпроси (ЕКОФИН) искане да разгледа съгласуваността на режимите в правото на ЕС за предоставяне на задължителна информация и за дистрибуция, приложими към различните видове пакети инвестиционни продукти на дребно.

Бяха проведени консултации на широка основа със заинтересованите страни, включително писмено допитване през октомври 2007 г., последвано от становище за получените мнения през март 2008 г., технически семинар за представители на обхванатите сектори през май 2008 г., както и открито изслушване на високо равнище през юли 2008 г., на което присъстваха над 300 основни представители на секторите на

дейност, сдруженията на потребителите, националните регулатори и европейските институции, за да бъдат дискутирани развитието на пазара и потенциалните рискове за инвеститорите на дребно.

В зависимост от степента, в която се прецени, че се налага действие на европейско равнище, допълнителна оценка на въздействието ще се окаже необходима за установяване на конкретните належащи мерки, както и разходите и ползите от тях.

#### *Въздействие на общия проблем и аргументи за действие на европейско равнище*

Какви са конкретните параметри на определения по-горе общ проблем? Каква е цената за европейската икономика и общество и кой я плаща?

Липсата на съгласуван подход по отношение на регулиране на европейско равнище на предоставянето на задължителна информация и на посредниците води до три проблема:

- първо, заложеното в правилата на ЕС равнище на защита на инвеститора не е достатъчно високо за всички обхванати продукти.
- второ, различията в правилата на ЕС изкривяват конкуренцията на пазара в полза на продуктите, за които регулацията е по-малка. Различията в правилата на ЕС могат да създадат условия за „регулаторен арбитраж“ и по този начин да увеличат гореописаните рискове за накръняване интересите на инвеститора.
- трето, различаващите се национални подходи по отношение на предоставянето на задължителна информация и на дистрибуцията, дължащи се на некоординираните действия на държавите-членки в отговор на празнотите и несъответствията в правото на Общността увеличава пречките пред трансграничната търговия и развитието на единен пазар на пакетите инвестиционни продукти на дребно, като същевременно се отразява на ефикасността и размера на пазара.

Неблагоприятният ефект за инвеститорите може да се получи както на микро-, така и на макроравнище. На микроравнище инвеститорите могат да претърпят финансови загуби поради необосновани очаквания за вероятна печалба; на макроравнище може да се наблюдава разклащане на доверието в пазарите за инвестиране на дребно. Регулаторният арбитраж между видовете продукти може да изостри този ефект, като същевременно подрони конкурентоспособността на пазара. Предвид допълнителното въздействие на действащите пред трансграничната търговия препятствия, последиците в общ план биха приели формата на намалена ефикасност на разпределението на ресурсите.

Експертните становища и свидетелствата на заинтересованите страни подкрепят възгледа, че тези съществуващи проблеми нанасят реален ущърб на инвеститорите, както и, макар и в по-малка степен, изкривяват пазарните условия и намаляват трансграничната търговия. Честотата на неподходящите продажби и покупки в различните държави е признак за кристализирането на рисковете за инвеститорите.

Едностранните усилия на някои държави-членки да противодействат на тези рискове чрез регулиране в национален мащаб е недвусмислен сигнал за остротата и важността на проблемите. Някои държави-членки предприеха действия и за намаляването на потенциала за регулаторен арбитраж между различните дистрибуционни канали и видове продукти. Предвид все пак ограничения географски обхват на тези едностранни

действия на държавите-членки, изгледите за трансгранична търговия или общите стандарти за защита на инвеститорите едва ли ще претърпят качествена промяна. Заинтересованите страни също така отбелязаха, че липсата на координация води до допълнителни разходи за дистрибуторите на продукти в международен мащаб. Възможно е освен това въздействието на мерките в областта на трансграничната търговия да бъде с не толкова непосредствен резултат, тъй като обхватът на такава търговия за някои продукти може да бъде ограничаван и от други фактори.

Дори ако вниманието бъде съсредоточено единствено върху националните пазари, регулаторната мозайка на европейско равнище и произтичащите от нея различия в позициите в национален план все още могат да увеличат неблагоприятните последици за инвеститорите и регулаторния арбитраж. Причината е, че действията на държавите-членки са в една или друга степен ограничени от общностното законодателство. Различните подходи в него неизбежно водят до сложна регулаторна мозайка между продаваните в рамките на националните пазари продукти. Поради това празнотите в областта на защитата на инвеститорите и наличието на нехармонизирани условия на конкуренция са европейски проблеми поне толкова, колкото и национални, ако не и повече.

#### *Вероятно отражение на непредприемането на действия*

Непредприемането на действия на европейско равнище за преодоляване на горепосочените проблеми означава, че те ще продължат. Това не означава, че регулаторната рамка няма да бъде изменена. Може обективно да се предположи, че някои държави-членки биха предприели допълнителни действия, особено предвид финансовата криза. Такива действия биха имали положително въздействие върху първите два открити проблема в съответните държави-членки, въпреки че налаганите от общностното право ограничения биха намалили общия ефект.

Възможно е те също така да задълбочат различията в регулаторния подход сред държавите-членки, като по този начин потенциално възпрепятстват трансграничната пазарна дейност и допълнително усложнят правната ситуация. Освен това, предвид малката вероятност всички държави-членки да предприемат едностранни действия, някои пазари ще останат без съответстващо регулиране.

От друга страна е вероятно да продължат да възникват инициативи за саморегулиране без допълнителен стимул от ЕС. В някои сектори остротата на проблемите е намалена от успоредно протичащата на равнище ЕС дейност. (Тук се включват: прегледът на директивата за проспектите и евентуално на други секторни директиви; разработването на ключова за инвеститора информация за ПКПЦК; работата по подобряване на финансовото обучение в сътрудничество с държавите-членки; прегледът на директивата относно дистанционната търговия на потребителски финансови услуги и директива „IMD“. Към тези инициативи може да бъде добавена всяка по-широкообхватна дейност за подобряване на регулирането на финансовите услуги, която вероятно ще бъде предприета след финансовата криза).

Въпреки това, при отсъствието на координация тези инициативи биха могли да увеличат несъгласуваността на европейско равнище, като празнотите в регулацията не биха били премахнати. Горепосочените проблеми не биха били ефективно преодоляни при всички държави-членки и всички пазарни сегменти. Накратко отговорите на

определените в оценката на въздействието предизвикателства трябва да бъдат подплатени със съгласуван общ подход.

### *Цели*

Предвид проблемния анализ вариантите на политика се оценяват по отношение на способността им да предоставят:

- високо и хомогенно равнище на защита на инвеститорите при всички продукти и дистрибуционни канали, включително неподвластните на този етап на европейските правила за предоставяне на информация и дистрибуция; необходимо е инвеститорите да бъдат способни да взимат обосновани инвестиционни решения и реално да могат да сравняват различните продуктови оферти, като същевременно приемат с доверие всеки получен съвет за инвестиция;
- хармонизирани условия на конкуренция за всички видове пакети инвестиционни продукти на дребно, включително тяхната дистрибуция; както и
- засилен единен пазар на пакетите инвестиционни продукти на дребно.

### *Анализ на вариантите*

С варианта за непредприемане на допълнителни действия са сравнени няколко открити варианта за действие на равнище ЕС. По необходимост анализът е с висока степен на сложност и предимно с качествени оценки. Ще бъде необходима и допълнителна по-подробна и нюансирана оценка, която да подкрепи всяка последваща законодателна работа, по която е постигнато съгласие. Това ще означава събиране на допълнителни материали.

Вариантите са оценявани поотделно във връзка с определените две основни регулаторни области (предоставяне на задължителна информация и продажбени практики). Все пак между двете области съществува синергия, поради което е вероятно даден пакет от мерки във връзка както с предоставянето на информация преди сключването на договор, така и с продажбените практики, да принесе по-голяма полза, отколкото ако всяка област бъде третирана самостоятелно.

откритите и анализирани варианти и в двете области са:

- без промяна на политиката;
- насърчено от Комисията саморегулиране;
- препоръка на Комисията, предоставяща насоки относно общите принципи и подходи;
- предоставяне на правомощия на комитетите Ламфалуси, за да способстват за хармонизирането на надзорните практики; както и
- законодателно действие на равнище ЕС.

От анализа се вижда, че вариантите, които не включват дори минимален елемент на законодателно изменение на европейско равнище, биха били неспособни да преодолеят

адекватно съществуващите на това равнище различия, което би ограничило ползата от тях.

Сравняването на вариантите показва, че с инициативите за саморегулиране би се постигнало съвсем ограничено въздействие, докато ефектът от работата на комитетите Ламфалуси или от една препоръка на Комисията би бил по-положителен. Най-силно положително въздействие е заложено в законодателното действие, отчасти поради евентуално обвързващия му характер и увеличени гаранции за по-съгласуван и ефикасен общ подход. Освен това, предвид несъгласуваността на европейско равнище и слабата координация както на национално равнище, така и между пазарните участници от сектора, липсата на законодателно действие вероятно би позволила различията сред отделните държави-членки и сектори на дейност да просъществуват. От друга страна, фактът, че действие, което включва законодателен елемент, би било според анализа най-ефективното средство за постигане на поставените цели, не означава, че наличните варианти са взаимноизключващи се.

На този етап е трудно да се даде абсолютна оценка на вероятните ползи. В оценката на въздействието са очертани различните механизми за увеличаване на ползите и е измерено относителното им тегло в качествен аспект. Предвид вероятността натрупаните ползи да се различават съществено в зависимост от конкретните детайли на последващите мерки, значението на допълнителна оценка на въздействието е изключително голямо.

По отношение на разходите за фирмите, измененията в областта на предоставянето на информация и на продажбените практики са потенциален източник на съществени разходи за съответствие и административни разходи. Възможно е вариантите да се различават по въздействието си върху разходите на други структури като национални надзорни органи, комитети за надзор, както и на самата Комисия. Допълнително ще бъде направена отделна оценка на въздействието на последващите мерки, съдържаща точни измерения на административното тегло по модела на стандартните разходи (Standard Cost Model).

Ползите от действието биха могли да бъдат увеличени, ако то бъде координирано с други дейности по финансовото обучение на инвеститорите, ако секторът реално се ангажира с мерките и националните координатори осигурят ефективен и координиран надзор.

### *Заклучение*

Ключово предизвикателство след финансовата криза ще бъде възстановяването на доверието на инвеститорите във финансовите пазари. За посрещането му ще са необходими прозрачност и професионализъм във финансовия сектор. От съществено значение е, следователно, европейската правна рамка за пакетите инвестиционни продукти на дребно да отразява актуалните параметри на финансовите пазари и да не позволява липсата на съгласуваност, произтичаща от анахронично законодателство, да възпрепятства предоставянето в целия Европейски съюз на висока степен на защита на инвеститорите и хармонизирани условия на конкуренция за инвестиционните продукти.

В настоящата оценка на въздействието е направен преглед на състоянието на нормативната уредба на европейско равнище относно пакетите инвестиционни



продукти на дребно и са открити ясни разлики между отделните продукти и сектори в правилата относно предоставянето на информация преди сключването на договор и продажбените практики. Наличната информация не позволи машабът на произтичащите от тази фрагментарност на правната рамка проблеми да бъде точно определен. Въпреки това са налице красноречиви примери за неблагоприятни последици за инвеститорите и свидетелства от редица заинтересовани страни за качествено въздействие на празнотите и несъгласуваността в общностното законодателство.

Въпреки опитите на някои държави-членки да противодействат в рамките на националните си граници на тези проблеми, липсата на систематичност и координация между всички държави-членки допълнително раздробява регулаторната рамка, което потенциално може да се отрази на доставчиците на трансгранични услуги и оттам – на единния пазар. Освен това, едно действие на национално равнище не е способно да обхване изцяло правната несъгласуваност на европейско равнище.

В случай, че не бъде предприето законодателно действие на европейско равнище, неблагоприятните последици за потребителите, изкривената конкуренция между групите продукти, произтичаща от регулаторния арбитраж, както и, в по-малка степен, пречките пред развитието на единния пазар ще продължат да бъдат съществени проблеми. Един комплексен анализ на вариантите посочва, че макар и водещо до допълнителни разходи, такова действие би донесло ползи за всички тези области.

Въз основа на това се препоръчва законодателно действие както относно предоставянето на информация преди сключването на договор, така и относно продажбените практики.

В оценката на въздействието беше разгледана необходимостта за законодателно действие, което да премахне установените слабости. Точната форма и съдържание на полезните мерки не са неин предмет. Една задълбочена оценка на разходите и ползите ще изисква ясно да бъде определен разглежданият вид намеса, който от своя страна ще зависи от последващата работа по предстоящото съобщение. За осигуряване на целенасочеността и постигането на оптимално съотношение между разходи и ползи на законодателното ответно действие ще бъде необходима значителна допълнителна работа.