

**BG**

**BG**

**BG**



ЕВРОПЕЙСКА КОМИСИЯ

Брюксел, 27.5.2010  
COM(2010)243 окончателен

**ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО СЪВЕТА, ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ,  
ЕВРОПЕЙСКИЯ ИКОНОМИЧЕСКИ И СОЦИАЛЕН КОМИТЕТ И КОМИТЕТА  
НА РЕГИОНИТЕ**

**Функциониране на Директива 2004/109/ЕО относно хармонизиране изискванията  
за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа  
са допуснати за търгуване на регулиран пазар**

SEC(2010)611

**ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО СЪВЕТА, ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ,  
ЕВРОПЕЙСКИЯ ИКОНОМИЧЕСКИ И СОЦИАЛЕН КОМИТЕТ И КОМИТЕТА  
НА РЕГИОНИТЕ**

**Функциониране на Директива 2004/109/ЕО относно хармонизиране изискванията за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар**

**1. ВЪВЕДЕНИЕ**

1. В доклада се прави преглед на функционирането на Директива 2004/109/ЕО<sup>1</sup> относно хармонизиране изискванията за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар (наричана по-долу „Директивата за прозрачността“) в съответствие с член 33 от нея.
2. В Директивата за прозрачността от издателите на ценни книжа, търгувани на регулираните пазари в ЕС, се изисква да осигурят на инвеститорите съответстващо равнище на прозрачност посредством оповестяването и довеждането до обществено достояние в ЕС на регулирана информация. Такава информация представляват финансовите отчети, сведенията за притежавани значителни дялове от правата на глас, както и информацията, оповестявана съгласно член 6 от Директива 2003/6/ЕО относно търговията с вътрешна информация и манипулирането на пазара (пазарна злоупотреба)<sup>2</sup>.
3. Преследваните от Директивата за прозрачността цели са важни за финансовите пазари и са получили признание от международни организации за изготвяне на стандарти като Международната организация на комисиите по ценни книжа (IOSCO) и ОИСП. Сегашната финансова криза доказва ключовото значение на своевременното оповестяване на точна и подробна информация за издателите на ценни книжа с оглед на информираното оценяване на резултатите от тяхната дейност и на техните активи, а оттам – на изграждането у инвеститорите на устойчиво доверие в капиталовите пазари.
4. В доклада е описано въздействието на Директивата за прозрачността и нейното спазване (раздел 2); открити са основните проблеми пред прилагането ѝ (раздел 3), направени са редица заключения (раздел 4). Този доклад включва и работен документ на службите на Комисията, в който са представени допълнителни подробности във връзка с разгледаните въпроси, както и с начина на събиране на информацията.

---

<sup>1</sup> Директива 2004/109/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 15 декември 2004 година относно хармонизиране изискванията за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар, и за изменение на Директива 2001/34/ЕО (ОВ L 390, 31.12.2004 г., стр.38.). Виж:

<sup>2</sup> [www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm)  
ОВ L 96, 12.4.2003 г., стр. 16.

## 2. ВЪЗДЕЙСТВИЕ НА ДИРЕКТИВАТА ЗА ПРОЗРАЧНОСТТА И НЕЙНОТО СПАЗВАНЕ

5. От външното проучване за прилагането на Директивата за прозрачността, поръчано от Комисията<sup>3</sup> (наричано по-долу „външното проучване“), става ясно, че повечето участвали в него заинтересовани страни смятат, че Директивата за прозрачността е полезна за подходящото и ефикасно функциониране на пазара. Заинтересованите страни в общи линии смятат, че оповестената от издателите регулирана информация достига до инвеститорите, вероятно с изключение на тази, оповестявана от по-малките котираны дружества.
6. На този етап проучването не дава яснота за икономическото въздействие на Директивата за прозрачността върху финансовите пазари. По-скоро изглежда, че въздействието ѝ е неутрално: от една страна, тя се възприема като фактор, улесняващ емитирането на финансови инструменти на първичния пазар, но от друга страна липсват емпирични данни в подкрепа на тази нагласа.
7. Прегледът на практиките на издателите показва, че последните в общи линии спазват задълженията за финансово отчитане, каквото е и впечатлението на заинтересованите страни. Оповестяваната финансова информация се смята за полезна и достатъчна за инвестиционни цели. Особено топло бе посрещнато и въведеното през 2004 г. опростяване на езиковите изисквания за оповестяване на финансова информация.
8. Разходите за привеждане в съответствие с Директивата за прозрачността<sup>4</sup> поне на пръв поглед не изглеждат твърде високи<sup>5</sup>. Такова е и усещането на издателите, като по-загрижени за разходите за привеждане в съответствие са малките и средните котираны дружества. Въвеждането на т.нар. „правило за държавата-членка по произход“<sup>6</sup>, както и въведеното през 2004 г. опростяване на езиковите изисквания за оповестяване на финансова информация по принцип следва да водят до намаляване на разходите на издателите. От друга страна разходите на трансграничните инвеститори се увеличават поради недостатъчно хармонизираните изисквания на Директивата за прозрачността.

---

<sup>3</sup> Вж. Study on the application of selected obligations of directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Mazars (декември 2009 г.). Достъпно е на: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm)

<sup>4</sup> Следва да се отбележи, че повечето от изискванията по отношение на съдържанието (например счетоводните стандарти) на годишните и шестмесечните финансови отчети не се съдържат в Директивата за прозрачността.

<sup>5</sup> Вж. Study on the cost of compliance with selected FSAP measures, Europe Economics, 2008. Достъпно е на: [www.ec.europa.eu/internal\\_market/finances/actionplan/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm)

<sup>6</sup> Съгласно „правилото за държавата-членка по произход“ (вж. член 3, параграф 1) за издателите важат единствено изискванията, които поставя тяхната държава-членка по произход (обикновено това е държавата на установяване), но не и тези на приемащата държава-членка. Целта на това „правило за държавата-членка по произход“ е да се избегне двойното (или многократното) налагане на правила на издателите.

### 3. ПРЕГЛЕД НА ФУНКЦИОНИРАНЕТО НА ДИРЕКТИВАТА: ВЪЗНИКВАЩИ ВЪПРОСИ

9. Прегледът на функционирането на Директивата за прозрачността (за допълнителни подробности вж. работния документ на службите на Комисията към настоящия доклад) поставя няколко въпроса.
10. На първо място се обсъжда въпросът за това дали правилата за прозрачност следва да бъдат специално адаптирани към по-малките котирувани дружества, така че да се поддържа и увеличава привлекателността на регулираните пазари за тези категории издатели<sup>7</sup>. От една страна, за по-малките котирувани дружества потенциалът на правилата на Директивата за прозрачността за опростяване и оттам – за намаляване на разходите е ограничен, но от друга страна в нея се съдържат конкретни мерки за опростяване, които биха могли да бъдат разгледани, без да се накърнява защитата на инвеститорите, като например: i) предвиждане на по-гъвкави срокове за оповестяването на финансовите отчети; ii) смекчаване на задължението за тримесечно публикуване на финансова информация; iii) максимално хармонизиране на съдържанието на отчетите; или iv) подобряване на видимостта на по-малките котирувани дружества за потенциалните трансгранични инвеститори и/или информационните посредници като финансови анализатори<sup>8</sup>, увеличавайки по този начин атрактивността на тези дружества.
11. На второ място се отчита преобладаващото благоприятно възприемане от страна на пазарните участници на въведеното през 2004 г. от Директивата за прозрачността изискване за тримесечно публикуване на финансова информация, което би могло да предостави на инвеститорите по-голяма краткосрочна видимост върху резултатите на издателите<sup>9</sup>. Също така е възможно смекчаването на задължението за тримесечно публикуване на информация да бъде от полза само за по-малките котирувани дружества, тъй като е най-вероятно големите да продължат да публикуват информация всяко

---

<sup>7</sup> Следва да се подчертае, че освен регулираните пазари (по смисъла на Директивата за прозрачността) съществуват и нерегулирани, на които издателите могат да търгуват ценните си книжа. Последните се квалифицират като „многостранни търговски системи (МТС)“ по смисъла на Директива 2004/39/ЕО. Правилата на Директивата за прозрачността не обхващат тези други пазари; според външното проучване заинтересованите страни не подкрепят разширяването на обхвата на директивата по отношение на тях. На този етап Комисията не възнамерява да предложи включването на нерегулираните пазари в обхвата на Директивата за прозрачността. В приложения към настоящия доклад работен документ на службите на Комисията се съдържат повече подробности.

<sup>8</sup> Вж. например Demarigny, F., An EU-Listing Small Business Act, March 2010, на следния адрес в интернет: [www.eurocapitalmarkets.org](http://www.eurocapitalmarkets.org). Според този доклад „на регулираните пазари средно 93 % от обема търгувани ценни книжа са съсредоточени в 7 % от общия брой котирувани в ЕС дружества“.

<sup>9</sup> Такъв краткосрочен ефект е в противоречие със скоростните инициативи на Комисията, с които финансовите институции и издателите се насърчават да задействат стимули за по-дългосрочна видимост. Европейската комисия например препоръчва възнаграждението на директорите на издателите и финансовите институции да отчита дългосрочните резултати от дейността на дружествата. Вж. в тази връзка Препоръка 2009/384/ЕО на Комисията от 30.4.2009 г. относно политиката на възнаграждения в сектора на финансовите услуги (ОВ L 120, 15.5.2009 г., стр. 22) и Препоръка 2009/385/ЕО на Комисията от 30.4.2009 г. за допълнение на Препоръка 2004/913/ЕО и Препоръка 2005/162/ЕО по отношение на режима за възнагражденията на директорите на дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар (ОВ L 120, 15.5.2009 г., стр. 28).

тримесечие. От друга страна, пазарът търси по-подробни правила за съдържанието на междинните управленски отчети, така че да се улесни спазването от страна на издателите и да се увеличи предвидимостта на предстоящата за оповестяване информация.

12. На трето място, минималното хармонизиране, заложено в Директивата за прозрачността, позволява на държавите-членки да приемат по-стриктни изисквания<sup>10</sup>. По този начин, вследствие на различните национални режими, транспонирането на Директивата за прозрачността е относително нееднообразно. По-стриктните национални изисквания, в частност по отношение на уведомленията за притежаването на значителни дялове от правата на глас, се възприемат от заинтересованите страни като трудно изпълними. Резултатът е възникването на реални и скъпо струващи проблеми по прилагането. Това повдига въпроса доколко действащият режим (т.е. минимално хармонизиране) е подходящ за постигането на ефективна степен на хармонизиране на изискванията за прозрачност в ЕС.
13. На четвърто място, изглежда, че задълженията по силата на Директивата за прозрачността следва да бъдат приспособявани към нововъведенията на финансовите пазари, като за някои видове инструменти изискванията за прозрачност следва да бъдат завишени. По-специално изглежда, че недостатъчното оповестяване на практиките на заемане на акции е увеличило риска от „празно гласуване“, а липсата на оповестяване на урежданите в брой плащания на деривативи е довела до нарастване на проблема със „скритата собственост“. По отношение на оповестяването на информация за целите на корпоративното управление, сдруженията на издателите в ЕС приветстват въвеждането на механизми, позволяващи на издателите да определят крайния инвеститор, така че да могат да участват в действителен диалог със заинтересованите страни. Освен това е налице воля за засилване на изискванията за оповестяване на значителни дялови участия, дори когато притежаващите значителни дялове от правата на глас акционери са добре познати. В някои държави-членки от големите инвеститори вече се изисква да оповестяват намеренията си във връзка с дяловите си участия, както и начините на финансиране на придобиването на тези участия. Към същия кръг въпроси се отнася и този дали големите (и особено институционалните) инвеститори следва да оповестяват политиката си на гласуване в котираните дружества.
14. На пето място, в допълнение към оповестяването на финансовите отчети, изисквани от Директивата за прозрачността, в законодателството на ЕС също така се изисква (или където е уместно – се препоръчва) котираните дружества

---

<sup>10</sup> През 2008 г. службите на Комисията разгледаха въпроса за по-стриктни национални изисквания и изготвиха документ с подробна информация по него, който би трябвало да се възприема като допълнение към настоящия доклад. Виж работния документ на службите на Комисията „Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market“ („Доклад за по-стриктни национални мерки във връзка с Директива 2004/109/ЕО относно хармонизиране изискванията за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар“), SEC(2008)3033, 10.12.2008 г.

да оповестяват и периодична нефинансова (но свързана с корпоративното управление) информация, обикновено във връзка с годишния финансов отчет, като например т.нар. декларация за корпоративното управление<sup>11</sup>. Беше поставен въпросът дали оповестяването на нефинансовата информация следва да бъде включено в режима по Директивата за прозрачността, така че да се опростят съществуващите изисквания.

15. Свързан с това е и въпросът за оповестяването от котираните дружества на екологична, социална и управленска информация (ЕСУИ)<sup>12</sup>. Някои заинтересовани страни (неправителствени организации, някои инвеститорски сдружения) редовно настояват за усъвършенстване и засилване на европейското законодателство по отношение на оповестяването на ЕСУИ. Те смятат, че Директивата за прозрачността би могла да бъде подходящо средство за това подобни оповестявания да бъдат включени към задълженията за финансово отчитане на котираните дружества, както и за преодоляване на някои от установените недостатъци на съществуващите правила за оповестяване на ЕСУИ и практики в тази област.
16. На шесто място се отбелязва, че напредъкът към създаване на общоевропейска система за съхранение на регламентираната информация, така че да се улесни достъпът на инвеститорите до нея, е бавен<sup>13</sup>, а ефектът от Директивата в тази област е до този момент недостатъчен. Понастоящем е необходимо заинтересованите страни да преглеждат 27 различни национални бази данни, като свързващата ги електронна мрежа е в начален стадий на развитие и с по-скоро скромни възможности. Това поставя въпроса дали в настоящия си вид механизмите на Директивата за съхранение са в състояние да изпълняват ролята си на „портал“ към историческата финансова информация за котираните дружества на общоевропейско равнище.
17. Накрая може да се отбележи, че макар и да не са налице съществени проблеми за привеждането в съответствие, прегледът на действието на Директивата за прозрачността показва, че нанасянето на някои технически корекции в нейния текст би било в интерес на яснотата.

---

<sup>11</sup> Член 46а от Четвърта Директива на Съвета 78/660/ЕИО от 25 юли 1978 година относно годишните счетоводни отчети на някои видове дружества, изменена с Директива 2006/46/ЕО (ОВ L 224, 16.8.2006 г., стр. 1).

<sup>12</sup> За регулаторни цели не съществува точно определение и ясно очертан обхват на ЕСУИ. Все пак изглежда, че оповестяването на ЕСУИ би могло да се впише в по-широкия дебат за корпоративната социална отговорност (КСО). Комисията определя КСО като „понятие, с което се означава интегрирането от страна на предприятията, на доброволна основа, на социалните и екологичните проблеми в икономическите им операции и във взаимодействието им със съответните заинтересовани страни.“ Вж. Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета и Европейския икономически и социален комитет – Прилагане на партньорството за икономически растеж и заетост: превръщане на Европа в еталон по отношение на корпоративната социална отговорност, COM(2006) 136 окончателен, 22.3.2006 г.

<sup>13</sup> Вж. Препоръка на Комисията 2007/657/ЕО от 11 октомври 2007 година относно електронната мрежа на официално определени механизми за централизирано съхранение на регламентирана информация, посочена в Директива 2007/109/ЕО на Европейския парламент и на Съвета (ОВ L 267, 12.10.2007 г., стр. 16).

#### 4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

18. От този преглед на действието на Директивата за прозрачността става ясно, че в някои области създаденият от нея режим би могъл да бъде подобрен, особено в посока опростяване на правилата за по-малките котирувани дружества, така че да се увеличи атрактивността на капиталовите пазари за тях. Трансграничната видимост на по-малките котирувани дружества за потенциалните инвеститори и анализатори също се нуждае от усъвършенстване с оглед увеличаването на търгуваните обеми на ценните книжа на тези дружества. Няколко възможни мерки в рамките на Директивата за прозрачността биха могли да спомогнат за постигането на тази цел: предоставянето на по-малките издатели на по-гъвкави срокове за оповестяване на финансовите отчети би засилило видимостта им, тъй като не би имало нужда те да информират за резултатите си по същото време както големите издатели; максималното хармонизиране на съдържанието и представянето на отчетите би направило прочитането и съпоставянето им от инвеститорите и анализаторите по-лесно. В този контекст от прегледа на действието на Директивата за прозрачността също така става ясно, че с оглед увеличаването на видимостта и привлекателността на по-малките котирувани дружества е желателно достъпът на общоевропейско равнище на потенциалните инвеститори и информационните посредници до оповестяваната от по-малките издатели финансова информация, съхранявана чрез официално определените механизми за съхраняване на регламентираната информация, да бъде допълнително улеснен.
19. Прегледът на действието на Директивата за прозрачността показва и необходимостта от по-голямо сближаване на правилата за оповестяване на притежаваните значителни дялове от правата на глас и финансовите инструменти, които дават достъп до право на глас (включително урежданите в брой плащания на деривативи), както и възможността за опростяване на изискванията за отчитане на издателите в по-широкия контекст на корпоративното управление. В тази връзка в настоящия доклад е откроена и загрижеността на някои заинтересовани страни по отношение на оповестяването на екологична и социална информация.
- 20.