



Брюксел, 30.9.2015 г.
COM(2015) 468 final

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

План за действие за изграждане на съюз на капиталовите пазари

{SWD(2015) 183 final}

{SWD(2015) 184 final}

Съдържание

ВЪВЕДЕНИЕ.....	3
1. ПЪТЯТ КЪМ РАСТЕЖ — ФИНАНСИРАНЕ ЗА ИНОВАЦИИТЕ, ЗА НОВОСЪЗДАДЕНИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ И ДРУЖЕСТВАТА, КОИТО НЕ СА РЕГИСТРИРАНИ НА БОРСАТА	8
1.1. Финансиране на началния етап.....	9
1.2. Ранна фаза на разрастване.....	10
1.3. Подпомагане на малките и средните предприятия (МСП), търсещи финансиране.....	12
1.4. Фондове за инициране на заеми	13
1.5. Частни емисии на ценни книжа	13
2. СЪЗДАВАНЕ НА БЛАГОПРИЯТНИ УСЛОВИЯ ЗА ПРЕДПРИЯТИЯТА ЗА НАВЛИЗАНЕ И НАБИРАНЕ НА КАПИТАЛ НА ПУБЛИЧНИ ПАЗАРИ.	15
3. ИНВЕСТИЦИИ В ДЪЛГОСРОЧЕН ПЛАН, ИНФРАСТРУКТУРА И УСТОЙЧИВИ ИНВЕСТИЦИИ.....	18
3.1. Подобряване на инвестиционната среда чрез нормативната база.....	18
3.2. Подкрепа за дългосрочното финансиране и финансирането на инфраструктура	19
3.3. Мобилизиране на финансиране за осигуряване на устойчивост на средата	20
3.4. Покана за представяне на коментари относно действащата нормативна база.....	20
4. НАСЪРЧАВАНЕ НА ИНДИВИДУАЛНИТЕ И НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИЦИИ	22
4.1. Индивидуални инвеститори	22
4.2. Институционални инвеститори.....	24
5. ПРИВЛИЧАНЕ НА БАНКОВ КАПАЦИТЕТ В ПОДКРЕПА НА ИКОНОМИКАТА	26
6. УЛЕСНЯВАНЕ НА ТРАНСГРАНИЧНИТЕ СЛИВАНИЯ	28
6.1. Правна сигурност и пазарна инфраструктура за трансгранични инвестиции.....	28
6.2. Премахване на националните пречки пред трансграничните инвестиции.....	29
6.3. Насърчаване на финансовата стабилност и сближаване на надзорните практики	31
6.4. Улесняване на чуждестранните инвестиции	33
7. СЛЕДВАЩИ СЪПЪРНИ И МОНИТОРИНГ.....	34

Въведение

Повишаването на конкурентоспособността на Европа и насърчаването на инвестициите за създаване на работни места е приоритет на Комисията. Тласък на този процес ще даде планът за инвестиции в размер на 315 млрд. евро, който бе разработен и влезе в действие за по-малко от година след встъпването в длъжност на новата Комисия. За увеличаването на инвестициите в дългосрочен план са необходими по-добри капиталови пазари. Те биха подсилили нови източници на финансиране на стопанската дейност, биха спомогнали за увеличаване на възможностите на вложителите и биха повишили устойчивостта на икономиката. По тази причина сред приоритетите си председателят на Комисията Жан-Клод Юнкер заложи изграждането на реален единен пазар на капитали — такъв би бил един съюз на капиталовите пазари на всички 28 държави членки.

Свободното движение на капитали е един от основополагащите принципи на ЕС. Въпреки напредъка, постигнат през последните 50 години, европейските капиталови пазари са относително слабо развити и разпокъсани. Мащабът на европейската икономика е подобен на този на икономиката на САЩ, но размерът на европейските капиталови пазари се равнява на по-малко от половината на техния, а европейските дългови пазари — на по-малко от една трета от американските. Освен това, различията между отделните държави членки са по-големи отколкото тези между Европа и САЩ. Един по-интегриран капиталов пазар би бил и по-ефективен, а също така би разширил възможностите на Европа за финансиране на растежа.

Съюзът на капиталовите пазари ще укрепи третия стълб на Плана за инвестиции за Европа. Съюзът на капиталовите пазари ще донесе ползи за всички 28 държави членки, като същевременно ще укрепи икономическия и паричен съюз чрез подпомагане на икономическата конвергенция и смекчаване на икономическите сътресения в еврозоната, както се посочва в доклада на петимата председатели „Завършване на европейския икономически и паричен съюз“.

Едни по-развити капиталови пазари ще бъдат в продължение на традициите на Европа в областта на банковото финансиране и:

- **ще привлекат в ЕС повече инвестиции от други части на света:** съюзът на капиталовите пазари ще спомогне за мобилизирането на капитал в Европа и ще го насочи към различни предприятия, в това число към малките и средните предприятия, инфраструктурните и дългосрочните устойчиви проекти, които се нуждаят от него, за да подпомогнат своето разрастване и оттам — разкриването на работни места. Той ще предостави на домакинствата по-добри възможности за постигането на финансовите им цели във връзка с пенсионирането.
- **ще създадат мост между възможностите за финансиране и инвестиционните проекти в ЕС:** Държавите членки с малък пазар и висок потенциал за растеж могат много да спечелят от по-доброто насочване на капитали и инвестиции към техните проекти. Държавите членки с по-развити капиталови пазари ще се възползват от по-големи трансгранични инвестиции и възможности за икономии.
- **ще осигурят по-голяма стабилност на финансовата система:** интегрираните финансови и капиталови пазари може да помогнат на държавите членки, особено на тези в еврозоната, заедно да преодоляват сътресенията. Разширяването на източниците на финансиране ще спомогне за споделянето на финансовите рискове. Така гражданите и предприятията от ЕС ще бъдат по-малко уязвими към

неблагоприятните тенденции в банковия сектор. Освен това по-развитите капиталови пазари, за разлика от повишената задлъжнялост, ще дадат възможност за повече инвестиции в дългосрочен план.

- **ще задълбочат финансовата интеграция и ще засилят конкуренцията:** по-голямото трансгранично споделяне на риска, по-интегрирани и ликвидни пазари, както и диверсифицираните източници на финансиране, ще задълбочат финансовата интеграция, ще понижат разходите и ще повишат европейската конкурентоспособност.

Накратко, съюзът на капиталовите пазари ще засили връзката между икономии и растеж. Той ще предостави повече възможности и по-висока възвращаемост за вложителите и инвеститорите. Той ще предлага на предприятията по-голям избор на финансиране на различни етапи от тяхното развитие.

Защо това е необходимо?

Няколко примера илюстрират потенциалните ползи. В сравнение със САЩ европейските МСП получават пет пъти по-малко финансиране от капиталовите пазари. Ако нашите пазари на рисков капитал бяха също толкова развити, между 2009 и 2014 г. щяхме да разполагаме с над 90 млрд. евро за финансиране на бизнеса. Ако отново можем безопасно да отворим възможностите за секюритизация в ЕС до средните нива отпреди кризата, банките ще могат да предоставят допълнителни кредити за частния сектор в размер на повече от 100 млрд. евро. И ако секюритизационните възможности за МСП може да бъдат възстановени, за да бъдат смекчени неблагоприятните влияния на кризата, биха могли да бъдат генерирани 20 милиарда евро допълнително финансиране. Нуждите от инвестиции са големи — например, изчислено е, че за прехода на ЕС към нисковъглеродна икономика са необходими годишно 200 млрд. евро инвестиции¹.

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 достъпът 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 нормативни или надзорни бариери.

План за действие за изграждане на съюз на капиталовите пазари

В резултат на консултацията, която започна през февруари, Комисията получи над 700 отговора. В отговорите като цяло бе изразена подкрепа за значимостта на изграждането на съюза на капиталовите пазари. Както Европейският парламент², така и Съветът³ потвърдиха волята си за възприемане на подход „стъпка по стъпка“ и определиха откритите в консултацията проблеми като проблемите, върху които работата трябва да се съсредоточи.

Няма как да бъде създаден съюз на капиталовите пазари посредством една-единствена мярка. Той ще бъде постигнат чрез поредица от стъпки със значително общо въздействие. Комисията ще вземе решителни мерки за премахване на трудностите при свързването на инвеститорските средства с инвестиционните възможности и за преодоляването на пречките пред дружествата при търсенето на инвеститори. Системата за насочване на тези средства ще бъде възможно най-ефективна, както на национално, така и на трансгранично равнище.

Тъй като по-тясната интеграция на капиталовите пазари и постепенното премахване на оставащите национални бариери могат да създадат нови рискове за финансовата стабилност, ще подкрепим действия за засилване на сближаването на надзорните практики, така че регулаторните органи на нашия капиталов пазар да действат единно, и за укрепване на съществуващите инструменти за благоразумно управление на системните рискове. Въз основа на получената информация и нашия анализ Комисията ще предприеме действия в следните приоритетни области:

¹ PRIMES, 2030, Оценка на въздействието.

² Резолюция на Европейския парламент относно изграждане на съюз на капиталовите пазари (2015/2634 (RSP))

³ [Заключения на Съвета на ЕС](#) относно съюз на капиталовите пазари от 19 юни.

Предоставяне на по-богат избор от финансови средства за европейските предприятия, в това число МСП

На всеки етап от веригата на финансиране европейските предприятия срещат пречки при набирането на средства от капиталовите и публичните пазари. Тези препятствия ограничават възможностите на по-малките дружества да набират собствен капитал и да се финансират чрез емитиране на дълг. Комисията ще:

- актуализира Директивата за проспектите, за да бъдат намалени разходите за бизнеса при набирането на средства от публичните пазари, ще направи преглед на нормативните пречки пред малките предприятия при регистрирането им на капиталовите и дълговите пазари и ще създаде консултативни структури, които да ги подпомогнат при тази процедура;
- предложи пакет от мерки в подкрепа на рисковия капитал и дяловото финансиране в ЕС, включително насърчаване на частните инвестиции при използване на ресурси на ЕС по линия например на общоевропейски фондове за инвестиране в други фондове, регулаторна реформа и насърчаване на най-добрите практики в областта на данъчните стимули;
- ще насърчи иновационни форми на финансиране като колективното финансиране и частното предлагане на ценни книжа, както и фондовете за инициране на заеми — при гарантиране на защитата на инвеститорите и финансовата стабилност; както и
- ще проучи възможностите за изграждане на общоевропейски подход за по-добро свързване на МСП с редица източници на финансиране.

Осигуряване на подходяща регулаторна среда за дългосрочни и устойчиви инвестиции и финансиране на инфраструктурата в Европа

Европа се нуждае от значителни по обем нови дългосрочни и устойчиви инвестиции за поддържане и повишаване на конкурентоспособността. Публичното подпомагане чрез мерки, като например Плана за инвестиции за Европа за 315 млрд. евро, може да са от полза, но ще са необходими допълнителни действия за стимулиране на частните инвестиции в дългосрочен план. Комисията ще:

- преразгледа в кратки срокове директивата „Платежоспособност II“, за да може по-добре да се отрази действителният риск от инвестиране в инфраструктурата, а след това ще направи преглед на третирането в рамките на Регламента за капиталовите изисквания за експозициите им към инфраструктура; както и
- като част от инициативата си за по-добро регулиране и въз основа на работата, започнала в Европейския парламент през 2013 г. по съгласуваността на законодателството на ЕС в областта на финансовите услуги, ще оцени кумулативното въздействие на предишните регулаторни реформи, за да се осигури съгласуваност и последователност.

Увеличаване на инвестициите и възможностите за избор, както за индивидуалните, така и за институционалните инвеститори

Преките или косвени спестявания на индивидуалните вложители в структури за управление на активи, застрахователни компании и пенсионните фондове са ключът към мобилизирането на средства от капиталовите пазари. Допитването показва, че

според индивидуалните инвеститори, които натрупват спестявания, увеличаването на инвеститорското доверие, прозрачността, сигурността и избора може да спомогне за взимането на правилни инвестиционни решения. Европейските дружества за управление на активи по принцип функционират добре, но е необходимо допълнително укрепване на процедурите за трансгранично лицензиране и на трансграничната конкуренция. Комисията ще:

- потърси начини за увеличаване на възможностите за избор и конкуренцията при трансграничните финансови и застрахователни услуги за индивидуалните инвеститори, като по-късно тази година публикува Зелена книга. Тя ще направи и преглед на нормативната уредба на инвестициите от индивидуалните инвеститори, като ще насочи вниманието си основно към подобряване на прозрачността и към качеството и достъпността на инвестиционните консултации на фона на увеличеното онлайн предлагане;
- ще проучи начините за разширяване на възможностите за пенсионно спестяване и изграждане на европейски пазар на индивидуални частни пенсионни схеми, сред които да избират пенсионноосигурителните институции, когато предлагат частни пенсионни схеми в ЕС; както и
- ще създаде функциониращ паспорт за европейските фондове, с който да се премахнат трансграничните такси и пречки и оттам — да се увеличи конкуренцията и избора на потребителите.

Увеличаване на капацитета на банките да отпускат заеми

Като заемодатели за значителен дял от икономиката и посредници на капиталовите пазари,

банките ще играят централна роля в СКП. Банките имат силни връзки и знания на местно равнище: банковото кредитиране ще остане основен източник на финансиране за много предприятия, наред с капиталовите пазари. Комисията:

- ще възобнови опростената, прозрачна и стандартизирана секюритизация в Европа, за да се освободи капацитет в счетоводните баланси на банките и за да се осигурят инвестиционни възможности на дългосрочните инвеститори;
- ще проучи възможността всички държави членки да се възползват от местни кредитни съюзи, чиято дейност е извън обхвата на капиталовите изисквания за банките в ЕС;
- ще оцени дали и как да се изгради общоевропейска нормативна уредба на обезпечените облигации, опираща се на добре функциониращи национални режими, и ще проучи възможността за прилагането на подобни инструменти за финансиране на кредитите за МСП.

Намаляване на трансграничните бариери и развитие на капиталовите пазари за всички 28 държави членки

Въпреки постигнатия напредък през последните десетилетия за разработването на единен пазар на капитали, все още съществуват много пречки, които възпрепятстват трансграничните инвестиции. Те варират от трудности, произтичащи от националното законодателство, като например законодателството в областта на несъстоятелността,

данъчното облагане и ценните книжа, до пречки, породени от фрагментираната пазарна инфраструктура. Ето защо ние ще:

- проведем консултации относно основните бариери в областта на несъстоятелността и ще представим законодателна инициатива относно стопанската несъстоятелност за преодоляване на основните пречки пред свободното движение на капитали, като се опрем на националните режими, които функционират добре;
- вземем мерки за намаляване на неяснотата около собствеността на ценните книжа и ще се стремим да подобрим механизма за клиринг и сетълмент на трансграничните сделки с ценни книжа;
- насърчим развитието на капиталовите пазари във всички 28 държави членки — от една страна, в рамките на европейския семестър, а от друга — като с помощта на Службата на Комисията за подкрепа на структурните реформи предоставим на държавите членки съобразена със специфичните национални условия подкрепа за засилване на административния им капацитет;
- работим с европейските надзорни органи (ЕНО) за разработване и прилагане на стратегия за засилване на сближаването на надзорните практики и набилязване на областите, в които един по-колективен подход може да подобри функционирането на единния пазар на капитали;
- ще вземем под внимание предстоящия доклад на Европейския съвет по системен риск (ЕССР) и международните усилия, за да се гарантира, че националните и европейски макропруденциални органи разполагат с необходимите инструменти, за да се реагира по подходящ начин на промените в капиталовите пазари.

Този план за действие определя основните градивни елементи за създаване на един добре функциониращ и интегриран съюз на капиталовите пазари, обхващащ всички държави членки. Той ще влезе в сила от 2019. Проектът е дългосрочен, но ние ще напредваме бързо с работата по него. Комисията ще направи оценка на постигнатото и ще преразгледа приоритетите през 2017 г.

Посоката, в която трябва да се поеме, е ясна: изграждане на 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 засилване на доверието към инвестициите в бъдещето на Европа. Свободното движение на капитали е един от основополагащите принципи на ЕС. Повече от 50 години след подписването на Римския договор е време да се възползваме от възможността за реализация на тази идея.

1. ПЪТЯТ КЪМ РАСТЕЖ — ФИНАНСИРАНЕ ЗА ИНОВАЦИИТЕ, ЗА НОВОСЪЗДАДЕНИТЕ ПРЕДПРИЯТИЯ И ДРУЖЕСТВАТА, КОИТО НЕ СА РЕГИСТРИРАНИ НА БОРСАТА

Новосъздадените предприятия са от решаващо значение за стимулирането на растежа на икономиката. В европейските малки и средни предприятия (МСП) са ангажирани две трети от работещите, като те осигуряват 58 цента от всяко евро от добавената

стойност⁴. Предприемачите с перспективни бизнес планове трябва да получат достъп до финансиране, за да реализират своите идеи. За своето разрастване успешните предприятия ще се нуждаят от достъп до финансиране при изгодни условия. Европейските канали за финансиране за предприятия в растеж, които се стремят да набират акционерен капитал или търсят алтернативни форми на кредитиране извън банковата система, обаче са недостатъчно развити в Европа. Това се отнася особено за европейските МСП, които получават повече от 75 % от своето външно финансиране от банкови заеми. Успешният съюз на капиталовите пазари (СКП) следва да разшири набора от финансови възможности за разрастващите се дружества. Тези възможности следва да съществуват и да бъдат достъпни за предприемачи във всички 28 държави — членки на ЕС и на всички етапи от набирането на средства.

1.1. Финансиране на началния етап

Силните местни мрежи и отношения на банките им дават възможност да предоставят по-голямата част от външното финансиране за европейските МСП. През последните години в подкрепа на тази тенденция сме свидетели на нарастващо разнообразие от нови форми на небанково финансиране в помощ на дружествата. Те варират от платформи за отпускане на заеми и спомоществателство, обмен на фактури между предприятията, партньорски заеми, колективно финансиране или подкрепа за инвестиции от „бизнес ангели“.

В някои държави членки набира скорост колективното финансиране. В момента има над 500 платформи, предлагащи широк кръг услуги в ЕС⁵. Като се има предвид предимно местния характер на тези дейности, държавите членки, в които са съсредоточени повече възможности за колективно финансиране, вземат мерки за изясняване на условията за този нов модел на стопанска дейност. Платформите за колективно финансиране на базата на ценни книжа могат да бъдат разрешени съгласно Директивата относно пазарите на финансови инструменти (ДПФИ) и да се ползват от „паспорт“ (лиценз) за извършване на регулирани услуги и дейности в целия ЕС⁶. Понастоящем в ЕС липсва нормативна уредба, която изрично да се отнася за колективното финансиране на основата на заеми. ЕС следва да се стреми да постигне точния баланс между необходимостта от защита на инвеститорите и непрекъснатото увеличаване на колективното финансиране. Преждевременното регламентиране би могло да възпрепятства, а не да насърчи разширяването на този бързо развиващ се и новаторски канал за финансиране. Комисията създаде Форум на заинтересованите страни в областта на колективното финансиране, за да подпомогне разработването на политики в тази област, и започна проучване за събиране и анализ на данни относно пазарите за колективно финансиране в целия ЕС, както и за оценка на въздействието на националното законодателство. Въз основа на извършената работа⁷ Комисията ще публикува доклад за развитието на европейското колективно финансиране.

⁴ Европейска комисия (2014), „Годишен доклад относно европейските МСП: частично и крехко възстановяване, стр. 24.

⁵ Оценка въз основа на данните от 22 държави членки на ЕС през 2014 г. Източник: Crowdsurfer Ltd and Ernst & Young LLP, „Crowdfunding: Mapping EU markets and events study“, 2015 г.

⁶ Ако платформата за колективно разполага с лиценз за инвестиционно предприятие и отговаря на съответните изисквания на ДПФИ.

⁷ Европейски орган за ценни книжа и пазари, становища и съвети за инвестиции, ESMA/2014/1378 и ESMA/1560, 18.12.2014 г.; Становище на Европейския банков орган за колективно финансиране на основата на заеми, EBA/Op/2015/03, 26.3.2015 г.

Комисията ще направи оценка на националните режими и най-добри практики и ще следи развитието на сектора на колективното финансиране След оценката Комисията ще вземе решение относно най-доброто средство за развитието на този нов канал за финансиране в целия Съюз.

Инвестиращите „бизнес ангели“ често са опитни представители на бизнеса, които желаят да предложат финансова и друга подкрепа за стартиращи предприятия. Те се превърнаха във важен източник на собствен капитал при учредяването и ранния етап от развитие на дружествата. Общата сума на средствата, инвестирани от европейските „бизнес ангели“, е малка⁸ — 357 млн. евро през 2013 г., повече от половината от които са съсредоточени само в 3 държави членки на ЕС (Обединеното кралство, Испания и Франция)⁹. Европа се нуждае от по-силна мрежа от „бизнес ангели“, която да може да действа и през вътрешните граници на ЕС. Комисията ще продължи да подкрепя изграждането на трансгранични контакти и на капацитет за „бизнес ангели“, с особен акцент върху Централна и Източна Европа, да разработва трансгранични платформи за свързване на „бизнес ангелите“ с иновативни МСП и да улеснява съфинансирането.

1.2. Ранна фаза на разрастване

Бързо разрастващите се дружества с висок потенциал за растеж, но с ограничен оборотен капитал, могат да се сблъскат с недостиг на финансиране в критични моменти от своя растеж. Инструменти като банкови овърдрафти или краткосрочни заеми сами по себе си често не могат да посрещнат тези нужди. Отговорите на допитването сочат разширяването на финансирането като етап, на който финансовата система на ЕС изостава в най-голяма степен. Тъй като тези предприятия могат да се разраснат до големи бъдещи работодатели, пропуснатите възможности за европейското общество може да бъдат значителни¹⁰.

Рисковият капитал трябва да играе основна роля за насърчаването на растежа и предлагането на възможност на предприемачите да привличат финансиране от Европа, както и от други части на света. Обикновено става въпрос за дългосрочен рисков (собствен) капитал, предоставен чрез средства, които обединяват инвеститорския интерес и диверсифицират риска. При все това фондовете за рисков капитал в ЕС остават сравнително малки. Със своите около 60 милиона евро средният европейски фонд за рисков капитал е само наполовина на този в САЩ, а 90 % от инвестициите в рисков капитал са съсредоточени само в 8 държави членки¹¹. Споделянето на риска в публичния сектор може да спомогне за увеличаване на мащаба на фондовете за рисков

⁸ Не всички инвестиции на „бизнес ангели“ са пряко измерими. Според някои изчисления общите инвестиции на „бизнес ангели“ може да надвишават инвестирането в рисков капитал в някои европейски държави с добре развити „ангелски“ пазари — вж. ОИСР (2011), Финансиране на бързо развиващите се дружества: ролята на бизнес ангелите. (OECD (2011), Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors.

⁹ Източник: Статистика на EBAN Сборник 2014. (EBAN Statistics Compendium 2014) Наличните данни са за 21 държави членки.

¹⁰ Данни от 15 страни от ОИСР за периода 2001-11 г. показват, че нововъзникналите предприятия играят решаваща роля при създаването на работни места. Новите предприятия систематично създават повече работни места, отколкото губят. По-специално, делът на новите дружества с по-малко от 50 работници и служители представлява около 11 % от заетостта и като цяло повече от 33 % от всички новосъздадени работни места в стопанския сектор. Техният дял в загубите на работни места е около 17 %. (Източник: ОИСР (2013), Сравнителен анализ в областта на науката, технологията и промишлеността (OECD (2013), Science, Technology and Industry Scoreboard).

¹¹ Източник: Асоциация на европейския частен и рисков капитал.

капитал в Европа и влиянието на сектора във всички 28 държави членки, както и да подейства като катализатор за инвестиции от частния сектор, като спомага за увеличаването на мащаба, диверсификацията и географския обхват. Насърчаването на фондовете, инвестиращи в други фондове, би могло по-специално да спомогне за увеличаване на частните инвестиции в рисков капитал чрез привличане на институционални инвеститори.

Законодателството на ЕС се опитва да установи регулаторни условия за успешно развитие на рисковия капитал в ЕС. Регламентът относно европейските фондове за рисков капитал (ЕФРК)¹² и Регламентът за Европейския фонд за социално предприемачество (ЕФСП)¹³ по-конкретно определят условията, при които тези фондове могат да се продават на институционални инвеститори и лица с висока нетна стойност на активите в рамките на ЕС. „Паспортите“ по ЕФРК и ЕФСП обаче в момента са достъпни само за по-малките фондове, които управляват портфейли от активи на стойност под 500 млн. евро. Измененията на действащите разпоредби могат да подобрят ефективността на „паспортите“, например като се разреши на мениджърите на по-големи портфейли да създават и предлагат ЕФРК и ЕФСП, да се снижи инвестиционният праг с цел привличане на повече инвеститори и ускоряване на трансграничния обмен и инвестиции.

Данъчните стимули могат да бъдат използвани също за подпомагане на капиталовото финансиране, по-специално за иновативни дружества и стартиращи предприятия¹⁴. Комисията ще проучи как националните данъчни стимули за рисков капитал и т. нар. „бизнес ангели“ може да насърчат инвестициите в МСП и новосъздадените предприятия и да популяризират най-добрите практики в държавите членки.

В допълнение към финансирането, осигурено за рисков капитал и МСП в рамките на плана за инвестиции, Комисията ще пусне в действие цялостен пакет от мерки за подкрепа за рисковия капитал и финансирането с рисков капитал в ЕС. Той ще включва изменение на законодателството за ЕФРК и ЕФСП и предложения за редица европейски фондове, инвестиращи във фондове за рисков капитал и многостранни фондове, подкрепяни от бюджета на ЕС за мобилизиране на частен капитал. Този всеобхватен пакет ще включва също така насърчаване на добрите практики във връзка с данъчните стимули.

Публичните органи могат да подкрепят финансовите институции при създаването на финансови фондове за насърчаване на растежа с оглед на увеличаването на капитала за МСП. Обменът на най-добри практики между държавите членки относно начините за създаване на фондове за растеж ще разшири ползите от тези схеми за по-широк кръг МСП. Комисията ще работи с държавите членки и органите за пруденциален надзор, за да подпомогне развитието на секторни фондове за растеж в подкрепа на собствения капитал в МСП.

¹² Регламент (ЕС) № 345/2013

¹³ Регламент (ЕС) № 346/2013

¹⁴ Насоките на Комисията за държавните помощи за рисковото финансиране изясняват условията, при които държавите членки могат да създадат схеми за насърчаване на рисковия капитал, 2014/С 19/04.

1.3. Подпомагане на малките и средните предприятия (МСП), търсещи финансиране

Пропуските в информационния обмен между МСП и инвеститорите може да попречат на достъпа до небанково финансиране. По-специално, разходите за проучване представляват препятствие за потенциалните инвеститори при намиране и оценяване на интересни от инвестиционна гледна точка дружества. Необходимо е, от една страна, да се даде възможност на нуждаещите се от финансиране малки предприятия да се запознаят по-добре с достъпните за тях пазарни възможности за финансиране. От друга страна те трябва да бъдат „по-видими“ за перспективни местни и европейски инвеститори.

Първата стъпка е открояването на наличните пазарни възможности за финансиране за МСП чрез инициативи на правителството и пазарноориентирани инструменти. Информационният обмен може да започне с предоставянето на обратна информация на МСП относно причините за отказ за отпускане на кредити¹⁵. В някои случаи отказът може да се дължи на това, че съществуват по-подходящи алтернативни възможности за финансиране.

Консултантската подкрепа става все по-достъпна чрез редица частни и публични схеми в някои държави членки¹⁶. Комисията ще улесни обмена на най-добри практики за насърчаване на предлагането на ефективни източници на информация и подкрепа за МСП, които търсят финансиране от пазара във всички държави членки.

Тази местна или национална инфраструктура за разпространение на информация за нови възможности за финансиране би могла да послужи като градивен елемент на информационна система, която свързва бъдещи доставчици на външно финансиране с МСП в цяла Европа. Действащите национални системи може да бъдат свързани трансгранично, за да бъдат обединени инвеститори и МСП от цяла Европа. Една система, свързваща националните структури, би разполагала с информация на местно равнище, която е важна за сектора на МСП. Тя би дала възможност на МСП да предостави на инвеститорите на европейско равнище набор от основни финансови и кредитни данни. Условие за ефективното функциониране на подобна система е подходящото равнище на сравнимост на ключови данни, така че потенциалните инвеститори в целия ЕС да имат точна и надеждна представа за финансовото състояние на МСП. Участието на МСП в тази система и предоставянето на информация следва да бъде на доброволна основа. Направеното неотдавна от Комисията обобщение¹⁷ на кредитната информация за МСП показва висока степен на разнообразие в ЕС по отношение на типа на обменяната информация, начина, по който тече обменът и лицата, участващи в него. Стандартизацията на кредитни данни ще бъде улеснена от новата база данни AnaCredit на ЕЦБ за корпоративни заеми, която ще влезе в действие през 2018 г.

Комисията ще пусне в действие обща стратегия за преодоляване на информационните бариери, които пречат на МСП и потенциалните инвеститори да установят финансовите или инвестиционни възможности. Целите на стратегията ще бъдат постигнати чрез:

¹⁵ Както е предвидено в последния Регламент за капиталовите изисквания, член 431, параграф 4.

¹⁶ Примерите включват: Aktiespararna (Швеция), Médiateur du Credit Scheme (Франция), Better Business Finance (ОК), investomierz (Полша), Industrie- und Handelskammern (Германия), и др.

¹⁷ Вж. European Financial Stability and Integration Report, април 2015 г., глава 7.

- работа с европейските банкови федерации и стопански организации по структурирането на обратната информация, предоставена от банките при отхвърляне на искове за кредит на МСП;
- работа с мрежата „Enterprise Europe“, за да бъде обобщена информацията за съществуващата местна или национална подкрепа и капацитет за предоставяне на консултации в рамките на ЕС. Целта е да се популяризират най-добрите практики за подпомагане на МСП, които биха могли да се възползват от възможностите за алтернативно финансиране;
- проучване на начините за разработване или поддържане на общоевропейски информационни системи, свързващи националните системи — въз основа на работата, извършена от ЕЦБ и в държавите членки, за да бъде осъществен контакт между търсещите финансиране МСП и доставчиците на финансови услуги, като при необходимост се предприемат допълнителни действия.

1.4. Фондове за инициране на заеми

Големите институционални инвеститори или инвестиционни фондове могат да инвестират в средно големи предприятия или пряко да им отпускат заеми (понякога в партньорство с банки), като по този начин се благоприятства по-нататъшната диверсификация на кредитното посредничество и се разширяват възможностите за финансиране. Според някои оценки към края на 2014 г. са били завършени над 350 операции от 36 алтернативни кредитори — за малко повече от две години. Обемът на сделките, извършени в Европа чрез фондове за преки заеми, се е увеличил с 43 % между 2013 г. и 2014 г. Понастоящем има 40 активни фонда за преки заеми (спрямо 18, докладвани през 2012 г.) и още 81 фонда, които са нови на пазара и които се опитват да привлекат около 70 млрд. евро¹⁸. Разглежданите фондове имат потенциала да станат сериозен източник на небанкови кредити в бъдеще.

ЕФРК и Европейските фондове за дългосрочни инвестиции (ЕФДИ)¹⁹ могат да отпускат заеми в ограничена степен. Някои държави членки са предвидили също така специални режими в националните си нормативни уредби, определящи условията, при които алтернативните инвестиционни фондове могат да отпускат заеми. При тези обстоятелства трансграничните фондове трябва да спазват различни изисквания в дейността си по отпускане на заеми. По-ясното третиране на фондовете в нормативната база би могло да улесни трансграничното развитие, като същевременно гарантира подходяща защита на инвеститорите и финансова стабилност.

Комисията ще работи с държавите членки и ЕНО при оценяването на необходимостта от координиран подход при отпускането на заеми и възможността за бъдеща рамка на равнище ЕС.

1.5. Частни емисии на ценни книжа

Европейските предприятия проявяват все по-голям интерес към използването на пазара на частни емисии за набиране на капитал (обикновено в размер на над 20 млн. евро)

¹⁸ Източник: AIMA, Финансиране на икономиката: ролята на алтернативните услуги за управление на активи в небанкова среда, май 2015 г. (AIMA, Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment, May 2015.)

¹⁹ Регламент относно европейските фондове за дългосрочни инвестиции, PE-CONS 97/14, 20.3.2015 г.

чрез емитиране на дългови инструменти за институционални или други опитни инвеститори. Поради ограничения брой и вид на инвеститорите, този канал на финансиране поражда по-необременяващи регулаторни изисквания.²⁰ Частните емисии на ценни книжа в Европа са се увеличили с около 30 % през 2014 г. — от 13 млрд. евро през 2013 г. на 17 млрд. евро през 2014 г.²¹ Още по-голям обаче беше обемът на средствата от европейски дружества набрани чрез частни емисии на пазарите на САЩ. Освен това европейските частни емисии са концентрирани в ограничен кръг държави. Взети заедно, тези съображения предполагат, че съществува потенциал за този канал за по-нататъшно развитие в Европа. Комисията вече откри ограничени кръгове стандартизирани процедури и документи, представляващи пречка за по-нататъшното развитие. Следователно Комисията напълно подкрепя работата на ICMA²² и германския режим *Schuldscheine*²³ по тези въпроси и ще се стреми да се възползва от най-добрите практики и да насърчи прилагането им в целия ЕС чрез подходящи инициативи.

²⁰ 52 % от трансакции в областта на частното пласиране, с изключение на тези в германската *schuldscheine* пазар, са регистрирани. Източник: S&P First European Private Placement League Table, 2015 г.

²¹ Източник: S&P

²² През февруари 2015 г. ICMA публикува европейско корпоративното ръководство за частно предлагане на ценни книжа. Наръчникът насърчава използването на стандартизирани документи, представени от Loan Market Association (сдружение, учредено по английското право) и Euro-PP Working Group (по френското право). Тази инициатива се съсредоточава единствено върху корпоративния дълг.

²³ Така например, германските застрахователни компании разработиха прост режим, признат от BaFin, който дава възможност на застрахователите да изчислят лесно предварително определен набор от финансови показатели за оценка на кредитоспособността, както и да правят оценка на съответствието с капиталовите изисквания за емисии за частни инвестиции.

2. СЪЗДАВАНЕ НА БЛАГОПРИЯТНИ УСЛОВИЯ ЗА ПРЕДПРИЯТИЯТА ЗА НАВЛИЗАНЕ И НАБИРАНЕ НА КАПИТАЛ НА ПУБЛИЧНИ ПАЗАРИ

Публичното предлагане на дългови или капиталови инструменти представлява основен способ за средните и големите дружества, които се стремят да набират средства в размер на повече от 50 млн. евро. Те предлагат достъп до най-широк набор от финансиращи организации и предоставят възможност за частни емисии и помощ от „бизнес ангели“. Публичните пазари са от жизненоважно значение за прехода на средните предприятия с висок растеж към утвърдени играчи в глобален мащаб. Например, дружествата, котираны на алтернативния инвестиционен пазар (АИП)²⁴, показаха като цяло нарастване на оборота от 37 % и на заетостта от 20 % през годината след публичната емисия на нови акции²⁵. Ефективните обществени поръчки са от жизнено важно значение във финансовата верига.

Макар че европейските публични капиталови и дългови пазари се развиха значително през последните десетилетия, те все още изостават от други развити икономики. Освен това картината е твърде разнородна в отделните държави членки на ЕС. Това отчасти отразява различния размер и нужди от финансиране на дружествата, както и предпочитанията към семейна собственост и контрол на предприятията²⁶. Консултациите по СКП обаче също така открили широко разпространеното безпокойство, че регулаторната среда на ЕС може да не благоприятства по-нататъшно развитие на тези канали за финансиране. Например, съгласно неотдавнашен доклад на Работната група за публичните емисии на нови акции в ЕС само стойността на таксите за регистриране на борсата за сделка на стойност под 6 млн. евро възлиза на 10-15 % от стойността на сделката. За сравнение, за по-големите сделки (50-100 млн. евро) тези такси са около 5-8 %²⁷. Понастоящем много МСП считат, че тези първоначални (и текущи) разходи за регистрация на борсата превишават ползите от тяхното публично търгуване²⁸. Намалването на разходите би могло да позволи на повече дружества да набират капитал на публичните пазари²⁹.

Достъпът до публичните пазари за търсещите финансиране дружества се осъществява посредством проспекти. Проспектите са законово изискуеми документи, представящи цялата информация относно дадено дружество, необходима на инвеститорите за вземането на информирано решение за това дали да инвестира или не. Изискванията за проспектите бяха хармонизирани, за да се даде възможност за сравнение на инвестиционните възможности в целия ЕС. Тяхното съставяне обаче е скъпо и затруднително, особено за МСП — проспектите обикновено се състоят от стотици страници. Те може да се окажат сложни и прекалено подробни за инвеститорите, а

²⁴ Многостранна система за търговия (МСТ) на Лондонската фондова борса, назначена към МСП.

²⁵ Подобряване на функционирането на пазара на бизнес информация относно МСП, ECSIP Consortium 2013 г.

²⁶ През 2009 г. делът на семейните предприятия е надхвърлял 60 % от всички европейски предприятия. Източник: Европейска комисия, окончателен доклад на експертната група — преглед на въпросите свързани със семейния бизнес: научни изследвания, мрежи, политически мерки и досегашни проучвания.

²⁷ Доклад на Работната група относно публичните емисии на нови акции в ЕС, (европейски емитенти, Европейска асоциация за рисков капитал и ФЕФБ), 23 март 2015 г. (EU IPO Report issued by the European IPO Task Force (European Issuers, EVCA and FESE))

²⁸ Demarigny Report, An EU-listing Small Business Act, март, 2010 г.

²⁹ Неотдавнашното проучване „Охера“ показва, че средните разходи за инвеститорите, които търсят информация за дадена инвестиция е 58 щатски долара в САЩ и 430 евро в ЕС.

информацията, която е от първостепенно значение за инвестициите, да не е много ясно представена.

Комисията ще актуализира Директивата за проспектите³⁰. Актуализацията ще бъде във връзка със случаите, в които следва да се използват проспекти, със стандартизацията на изискваната информация и с процеса на одобрение, за да бъде утвърден наистина пропорционален режим за МСП за изготвяне на проекти и за достъп до капиталовите пазари. Комисията ще проучи също как да подкрепи МСП в процеса на вписване през европейските консултативни структури, като например Европейския консултантски център по инвестиционни въпроси.

Освен разработването на проспект, съществуват и редица други предизвикателства при публичното привличане на капитали. Пазарите за растеж на МСП, въведени с Директивата за пазарите на финансови инструменти (ДФФИ II), ще дадат от 2017 г. нататък начален тласък на новите дружества при подготовката за евентуално регистриране на по-голяма борса. Създаването на този специален пазар може да бъде от особено значение за развитието на местните пазари или за малките емитенти. С цел извличане на максимална полза за СКП от тези специализирани платформи Комисията ще гарантира посредством прилагането на ДПФИ II, че приложимите за тях изисквания намират точния баланс между осигуряването на достатъчна защита за инвеститорите и избягването на ненужната административна тежест.

Достъпът на МСП с висок растеж до публичните пазари може да бъде привлекателен поради потенциалната възвращаемост и ползи от диверсификацията. Те обаче могат да бъдат демотивирани от недостатъчните информационни източници и по-ниската ликвидност³¹. Получените в рамките на консултацията отговори сочат липсата на проучвания за МСП от страна на инвестиционните анализатори³² и допълнителните изисквания за докладване като двете основни предизвикателства за МСП, които се опитват да направят регистрация на публичен пазар. Много МСП, допуснати до търговия на многостранни системи за търгуване (МСТ), отчитат финансовата информация само въз основа на национални счетоводни стандарти. Това обаче е недостатъчно, за да се удовлетворят нуждите на международните инвеститори поради липсата на съпоставимост. Комисията също така ще проучи заедно със Съвета по международните счетоводни стандарти (СМСС) възможността за разработване на доброволни индивидуални счетоводни решения, които може да се използват от дружества, допуснати до търговия на пазари за растеж за МСП.

Комисията ще направи преглед на регулаторните пречки пред малките предприятия за допускането им до търговия на публични пазари. Тя работи в тясно сътрудничество с първия пазар за растеж за МСП по ДПФИ II, за да се гарантира, че нормативната уредба за тези инкубаторни пазари е „подходяща за целта“.

³⁰ Като част от програмата REFIT на Комисията за опростяване и намаляване на регулаторната тежест.

³¹ Вж. проучване на Комисията: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs

³² Например, в отговор на APG в рамките на консултацията се посочва, че 50 % от МСП, чиито акции се търгуват на Euronext Амстердам, Брюксел, Париж и Лисабон, не се възползват от никакви финансови изследвания, а 16 % са обхванати само един-единствен анализатор.

За по-големите предприятия, корпоративни облигации са ключов механизъм за привличане на дългово финансиране в по-голям мащаб. Под влияние на исторически ниските лихвени проценти общите емисии на нефинансовите предприятия от еврозоната в деноминирани в евро корпоративни облигации почти са се удвоили между 2008 г и 2014 г., достигайки 340 млрд. евро³³.

Въпреки рекордното първично емитиране някои пазарни участници изразиха загриженост относно ограничената ликвидност на вторичния пазар, което затруднява търговията с тези инструменти. Ограничената ликвидност може да доведе до по-високи премии за неликвидност и по-високи разходи по заемите. Ако кредитните условия се влошат, някои дружества биха могли бързо да се окажат затруднени при намирането на дългови пазари.

Комисията ще направи преглед на функционирането на пазарите на корпоративни облигации на ЕС, насочен към начините за подобряване на пазарната ликвидност, включително потенциалното въздействие на регулаторните реформи, развитието на пазара и доброволната стандартизация на офертната документация.

Въвеждането на консолидирани отчети за капиталови инструменти от 2017 г. нататък, а за финансови инструменти, подобни на капиталовите — от 2018 г., както се изисква от Директивата за пазарите на финансови инструменти II, ще улесни регулаторните органи и пазарните участници за придобиването на по-добра представа за пазара, която следва да повиши привлекателността на капиталовите пазари в ЕС като инвестиционна дестинация. Комисията ще продължи да наблюдава развитията в тази област.

Различията в данъчното третиране на различните финансови инструменти могат да затруднят ефективното финансиране на капиталовия пазар. Преференциалното данъчно третиране на дълг, произтичащ от приспадането на лихвени плащания, е за сметка на други финансови инструменти, по-специално тези за дялово финансиране. Сравняването с тази „данъчна благосклонност“ ще стимулира допълнително инвестициите в собствен капитал и ще създаде силна капиталова база в дружествата. Също така, налице са явни ползи от гледна точка на финансовата стабилност, тъй като дружествата със засилена капиталова база ще бъдат по-малко уязвими от шокове. Това се отнася особено за банките.

В рамките на работата по общата консолидирана основа за облагане с корпоративен данък (ОКООКД) — новото предложение за която ще бъде готово през 2016 г., Комисията ще разгледа начините за справяне с дисбаланса между дълг и собствен капитал.

³³ Източник: Bloomberg

3. ИНВЕСТИЦИИ В ДЪЛГОСРОЧЕН ПЛАН, ИНФРАСТРУКТУРА И УСТОЙЧИВИ ИНВЕСТИЦИИ

Европа се нуждае от значителни нови дългосрочни и устойчиви инвестиции, за да запази и разшири своята конкурентоспособност и да осъществи прехода към икономика с ниски въглеродни емисии и ефективно използване на ресурсите. Съюзът на капиталовите пазари ще подпомогне инвеститорите при вземането на информирани инвестиционни решения и при наблюдението на съответните рискове.

3.1. Подобряване на инвестиционната среда чрез нормативната база

Нормативната уредба е важен фактор в процеса на вземане на решения от инвеститорите, по-специално за дългосрочни инвестиции. Големите институционални инвеститори са естествени източници на такива средства. Застрахователни дружества, пенсионни фондове и новосформирани дългови фондове могат да се възползват от стабилни приходи от инфраструктурни заеми, които съответстват на дългосрочни пасиви. Някои банки са активни участници във финансирането на инфраструктури, наред с националните насърчителни банки.

До неотдавна инвестициите в трансгранична инфраструктура бяха възпрепятствани от липсата на общоприети инструменти за набиране на капитал и инвестиции. Приетият неотдавна Регламент за Европейски фонд за дългосрочни инвестиции (ЕФДИ), който ще започне да се прилага от декември 2015 г., създава нов трансграничен механизъм за осигуряване на средства за дългосрочни проекти (напр. за енергетика, транспортни и комуникационни инфраструктури; съоръжения за промишлеността и услугите; жилища). Регламентът за ЕФДИ съчетава предимствата на трансграничен паспорт с възможността за набиране на дългосрочен капитал от по-малките инвеститори (местните пенсионни планове, общините, корпоративните пенсионни планове и т.н.), включително индивидуални инвеститори.³⁴ Регламентът ще даде на управителите на активи нова възможност за предоставяне на достъп на инвеститорите до много по-широк спектър от активи, включително инфраструктура, отколкото възможностите, които предоставя предишната нормативна уредба. Третирането в националните данъчни системи е важен фактор за разпространението на ЕФДИ. Комисията настоятелно призовава държавите членки да предоставят същото данъчно облагане, каквото предлагат подобните национални схеми.

Критично важен е регулаторният въпрос, свързан с липсата на ясно определено и подходящо калибрирано изчисляване на капитала, изискван от институционалните инвеститори за държаните инфраструктурни инвестиции. Комисията ще предложи определение за инфраструктурните инвестиции, които предлагат предвидими дългосрочни парични потоци, чиито рискове могат да бъдат надлежно установени, управлявани и контролирани от застрахователите. Това общо определение ще позволи инфраструктурата да се третира като отделен клас активи и ще позволи адаптиране на нормативната уредба, когато това е обосновано.

³⁴ Лицата, получили разрешение да управляват фондове съгласно Директива относно ЛУАИФ със седалище в ЕС, могат да използват тези фондове, за да инвестират в неликвидни или трудно продаваеми дългосрочни активи, като например за инфраструктурни проекти и МСП, които се нуждаят от стабилно финансиране в продължение на няколко години. В замяна на това за тези активи се плаща „премия за неликвидност“, която осигурява по-висока или по-стабилна възвращаемост, компенсираща невъзможността на инвеститорите да получат парите си преди предварително определената дата.

Запазва се важната роля на банките при предоставянето или организирането на заеми за инфраструктурни проекти. През юли 2015 г. Комисията публикува консултативен документ относно потенциалното въздействие на Регламента за капиталовите изисквания (РКИ)³⁵ и Директивата за капиталовите изисквания (ДКИ IV)³⁶ върху банковото кредитиране за икономиката, който включва преглед на капиталовите изисквания на банките при дългосрочно и инфраструктурното финансиране. Целта е да се придобие по-добро разбиране за въздействието на новите правила за капиталовите изисквания върху наличието на финансиране за инфраструктурата и други инвестиции, които подкрепят дългосрочния и устойчив растеж.

С цел улесняване на финансирането на инфраструктурата и дългосрочните устойчиви инвестиции в Европа Комисията въвежда преработено калибриране в „Платежоспособност II“, за да се гарантира, че застрахователните дружества подлежат на правна уредба, която по-добре отразява риска, свързан с инвестициите в инфраструктура и ЕФДИ. Комисията ще завърши преразглеждането на Регламента за капиталовите изисквания и ще внесе промени в калибриранията във връзка с инфраструктура, ако това е целесъобразно.

3.2. Подкрепа за дългосрочното финансиране и финансирането на инфраструктура

Мащабът на кризата и естеството на възстановяването създадоха голям инфраструктурен недостиг на инвестиции в икономиката на ЕС. Европейската инвестиционна банка (ЕИБ) прогнозира, че общите кумулативни нужди от инвестиции в инфраструктурата в ЕС биха могли да достигнат 2 трилиона евро за периода до 2020 г.³⁷

Институционалните и другите частни инвеститори може да бъдат важен източник на финансиране за инфраструктурни инвестиции, тъй като тези инвестиции могат да предложат стабилна възвращаемост и относително благоприятна кредитна история³⁸. Налице са признаци, че тези инвеститори все повече се стремят да инвестират в инфраструктурни проекти. За повечето амбициозни дългосрочни и преобразователни проекти публичната намеса често е необходима, за да се даде старт на процеса³⁹.

В рамките на плана за инвестиции Европейският фонд за стратегически инвестиции (ЕФСИ) ще мобилизира 315 милиарда евро нови допълнителни инвестиции в ЕС за периода 2015-2017 г., от които 240 млрд. евро ще бъдат насочени към инфраструктурата и новаторските проекти. Европейският портал за инвестиционни проекти ще даде възможност на базираните в ЕС организатори на проекти да се

³⁵ Регламент (ЕС) № 575/2013

³⁶ Директива 2013/36/ЕС.

³⁷ Вж. работен документ на ЕИБ, 2013/02, Частното финансиране на инфраструктурата и инвестициите в Европа (*Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*), стр. 11

³⁸ Глобално проучване на Moody's за процента на случаите на неизпълнение и процента на събиране на вземанията между 1983 г. и 2012 г. показва, че 10-годишният кумулативен процент на неизпълнение за инфраструктурния сектор е 6,6 %. Той е по-нисък отколкото при проектното финансиране чрез банкови заеми. Освен това процентът на възстановяване на инфраструктурните заеми също е висок (до 80 %).

³⁹ Например, през 2013 г. общият размер на инвестициите в обществена инфраструктура в ЕС- 28 възлиза на 450 млрд. евро В тази сума публичните инвестиции представляват 90 %, а частните инвестиции (в т.ч. публично-частните партньорства) — около 10 %; Работен документ на ЕИБ 2013/02, стр. 7.

свържат и да споделят своите инвестиционни проекти и идеи с потенциални инвеститори. Европейският консултантски център по инвестиционни въпроси (ЕКЦИВ) ще предложи единен портал за насоки и съвети в подкрепа на инфраструктурни инвестиции в ЕС.

Новият Европейски фонд за стратегически инвестиции (ЕФСИ), когато е възможно — в сътрудничество с европейските структурни и инвестиционни фондове, дава различни възможности за споделяне на финансиране чрез използването на иновативни финансови инструменти, като например специализирани инвестиционни платформи или фондове. Използването на структури на инвестиционни фондове, включително евентуално под формата на ЕФДИ, които могат да набират капитал от индивидуалните инвеститори, или инвестиционните платформи за ЕФСИ, може да обедини публичните и частните ресурси, което ще доведе до по-добри перспективи за възвращаемост.

Комисията и Европейската инвестиционна банка (ЕИБ) ще предоставят във връзка с ЕФСИ насоки относно изискванията за структури за съвместни инвестиции, за да бъдат допустими за подпомагане от Фонда. Освен това чрез ЕКЦИВ ще бъде предоставяна техническа помощ за инвеститорите, които желаят да проучат възможностите за използване на такива структури. Освен това Комисията е готова да работи с частни инвеститори, които да подкрепят обединяването на частни ресурси и ресурси на ЕС с цел увеличаване на финансирането за инфраструктурни инвестиции и устойчив растеж.

3.3. Мобилизиране на финансиране за осигуряване на устойчивост на средата

Ефикасните финансови пазари могат да помогнат на инвеститорите да вземат информирани инвестиционни решения и да анализират цената на дългосрочните рискове, произтичащи от преминаването към устойчива и екологосъобразна икономика. Тази промяна в инвестициите може да допринесе за постигане на целите на политиката в областта на климата и енергетиката до 2030 г., както и ангажиментите на ЕС относно целите на устойчивото развитие. По-специално, неотдавнашната поява на екологичните, социалните и управленски облигации може да спомогне за насочването на капитала към устойчиви инвестиции: през 2014 г. станахме свидетели на експоненциално нарастване на „зелените“ облигации — 35 млрд. евро в сравнение с 8 млрд. евро през 2013 г. и под 1 млрд. евро през 2012 г. Бързият растеж на този пазар се подпомага от пазарно ориентирана стандартизация, която взема под внимание критериите за подбор на проекти, разработени от международни финансови институции, като например Световната банка, ЕИБ и Европейската банка за възстановяване и развитие. Пазарните участници също разработват доброволни насоки, известни като принципи на „зелените облигации“, с цел насърчаване на прозрачността и почтеността при развитието на пазарите на „зелени облигации“ и изясняване на условията, при които е възможно емитирането на „зелени облигации“. Комисията ще продължи да оценява и подкрепя тези и други събития, насочени към инвестициите в опазването на околната среда, социалната сфера и сферата на управлението, да следи за необходимостта от стандарти на ЕС за „зелени“ облигации, да помага на инвеститорите да се възползват от по-дългосрочен и устойчив подход за инвестиционните решения.

3.4. Покана за представяне на коментари относно действащата нормативна база

ЕС предприе някои основни мерки като част от международния консенсус за възстановяване на финансовата стабилност и доверието на обществеността във финансовата система. Важно е законодателството на ЕС да постига точния баланс между намаляването на риска и насърчаването на растежа и да не създава нови бариери като страничен ефект. Във връзка с това, успоредно с плана за действие, Комисията

пристъпи към общ преглед на кумулативното въздействие и съгласуваност на финансовото законодателство, прието в отговор на финансовата криза. Целта на този преглед е да се прецени общата съгласуваност на действащата нормативна база. Като се имат предвид различните законодателни актове, приети през последните години, и разностранните взаимодействия между тях, съществува риск, че колективното им въздействие може да окаже непредвидими последици, които да останат незабелязани в рамките на отделните секторни анализи. Регулаторната съгласуваност, последователност и сигурност са ключови фактори за инвестиционните решения. Ако бъдат представени ясни коментари с практическа насоченост, обосноваващи конкретните и целенасочени промени, това би могло да допринесе за подобряването на инвестиционната среда и за изпълнението на целите на СКП.

Въз основа на работата на Европейския парламент и на международни органи като Съвета за финансова стабилност и Базелския комитет за банков надзор, Комисията ще отправи покана за представяне на коментари, за да се разбере по-добре взаимодействието между правилата и кумулативното въздействие на финансовата реформа върху инвестиционната среда.

4. НАСЪРЧАВАНЕ НА ИНДИВИДУАЛНИТЕ И НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИЦИИ

Съюзът на капиталовите пазари има за цел да подобри използването на европейските спестявания, да повиши ефективността на връзката между вложителите и кредиторите и да увеличи икономическата ефективност на икономиката на ЕС⁴⁰. Ще увеличи инвеститорското доверие и сигурност и може да помогне на инвеститорите да вземат правилните решения за инвестиции. Приема се, че поради нарастващата продължителност на живота и демографските промени индивидуалните инвеститори трябва да спестяват повече, за да натрупат осигурителни средства. Междувременно много институционални инвеститори, работещи при ниски лихвени проценти, не могат да намерят достатъчно инвестиции, подsigуряващи възвращаемостта, необходима за изпълнението на техните ангажименти.

4.1. Индивидуални инвеститори

Понастоящем индивидуалните инвеститори в Европа разполагат със сериозни спестявания в банкови сметки, които обаче са по-малко ангажирани в капиталовите пазари, отколкото в миналото. Прякото дялово участие на европейските домакинства е намаляло от 28 % през 1975 г. до 10-11 % през 2007 г.⁴¹, а дялът на индивидуалните инвеститори между всички акционери се равнява на по-малко от половината от отчетеното равнище през 1970-те години на миналия век. Премахването на бариерите за спестяванията на индивидуалните инвеститори за капиталовите пазари изисква конкурентни финансови пазари, които могат да позволяват на клиентите да сравняват продуктите и да намерят най-подходящите схеми за спестявания на конкурентни цени. С цел да продължи да насърчава прозрачността при индивидуалните инвестиции, Комисията ще поиска от европейските надзорни органи (ЕНО) да работят за прозрачност на дългосрочните и пенсионните продукти на дребно и да направят анализ на действителните нетни резултати и такси, както е посочено в член 9 от регламентите за ЕНО.

До края на 2015 г. Комисията ще публикува Зелена книга за финансовите услуги на дребно и застраховането, с която ще бъдат потърсени идеи за разширяване на предлагането, засилване на конкуренцията и трансграничното предлагане на финансови продукти на дребно, както и за въздействието на цифровизацията върху финансовите услуги на дребно.

Тъй като индивидуалните инвеститори са случайни, а не редовни купувачи на инвестиционни продукти, за тях е трудно да изградят съответните познания или опит в областта на капиталовите пазари⁴². Въпреки че възстановяването на доверието на индивидуалните инвеститори в капиталовите пазари е преди всичко отговорност на финансовия сектор, регулирането и надзорът може да спомогнат за установяването на „правилата на играта“.

⁴⁰ Например: вж. Oliver Wyman (2012) доклад, *Реалната финансова криза: защо финансовото посредничество е неуспешно* (The real financial crisis: why financial intermediation is failing) IPO Task Force report, *Rebuilding IPOs in Europe*, 23 март 2015 г.

⁴¹ ОЕЕ, IODS (2012): Кой е собственикът на европейската икономика? (Who owns the European economy?) Промяна на собствеността на котираните на борсата дружества в ЕС между 1970 и 2012 г.

⁴² През 2013 г. само 35 % от индивидуалните инвеститори са имали доверие, че доставчиците на инвестиционни услуги спазват правилата за защита на потребителите. Европейска комисия (2013), Проучване с цел наблюдение на пазара, 2010-2013 г. (European Commission (2013), Market Monitoring Survey, 2010-2013.)

По-добрата информация и съвети са предпоставки за връщането на индивидуалните инвеститори към пазарното финансиране. Първата стъпка е осигуряването на прозрачност. Достъпът до смислена и качествена информация следва да се предостави сравнимо и прозрачно по инвестиционни продукти — включително по ключовите характеристики на продуктите (напр. разходи и евентуалните ползи и рискове). През последните години ЕС постигна значителен напредък в подобряването на изискванията за оповестяване във всички сектори. Новите изисквания за оповестяване са въведени посредством различни законодателни мерки⁴³. Някои от подробните правила за прилагане са все още в процес на подготовка и постепенно ще влязат в сила през идните години. За да се гарантира, че най-новите законодателни реформи изпълняват своите цели, е необходима цялостна оценка на ефективността на тази нова среда за оповестяване. Тя ще спомогне за осигуряването на последователност, за набелязването на евентуалните пропуски или ненужното дублиране и ще служи като основа за рационализиране на изискванията, когато това е необходимо.

С цел по-добро мобилизиране на спестяванията, реализирани чрез капиталовите пазари, индивидуалните инвеститори също следва да получат лесен достъп до широка гама от подходящи инвестиционни продукти и достъпни и независими консултации. В някои отговори на допитването се подчертава, че индивидуалните инвеститори понастоящем получават ограничени стимули за поемане на по-големи рискове, свързани с пазарни инвестиции, поради големите такси за посредничество и разпространение. Законодателство в ДПФИ II, пакетите с инвестиционни продукти на дребно и основаващи се на застраховане инвестиционни продукти (ПИПДОЗИП) и Директивата за застрахователно посредничество (ДЗП) предвиждат важни промени в правилата, регулиращи инвестиционните консултации и предоставянето на информация за продуктите. Преминаването към онлайн разпространение на инвестиционни продукти и появата на нови FinTech дружества представлява възможност за усъвършенстване на консултантските услуги и онлайн платформите за разпространение със свободен достъп. Важно е да се гарантира, че тези промени са придружени от критична оценка на инвестиционните решения и на резултатите, които се предлагат на индивидуалните инвеститори.

Въз основа на становищата на експерти Комисията ще направи подробна оценка на европейските пазари за инвестиционни продукти на дребно, включително на каналите за дистрибуция и на свързаните с това услуги. С оценката ще се определят начини за подобряване на политическата рамка и посреднически канали, така че индивидуалните инвеститори да могат да получат достъп до подходящи продукти за икономически ефективни и справедливи условия. Оценката ще разгледа начините, по които трябва да се развие политическата рамка, за да се извлекат ползи от новите възможности, предлагани от онлайн услугите и FinTech.

Европейските домакинства са изправени пред редица предизвикателства за ефективно спестяване за подходящи пенсии⁴⁴ в контекста на увеличената продължителност на

⁴³ Директива 2014/91/ЕС; Регламент (ЕС) № 1286/2014 Директива 2014/65/ЕС; Директивата за застрахователното посредничество (IDD), 10747/15; Директива 2009/138/ЕО и предложението на Комисията за Регламент относно докладването и прозрачността при сделките за финансиране с ценни книжа (сделките за финансиране с ценни книжа), COM/2014/040 final.

⁴⁴ Доклад за адекватността на пенсионните системи за 2015 г.: адекватността на настоящите и бъдещите доходи в напреднала възраст в ЕС, предстоящ.

живота, фискалният натиск на равнище отделна държава, както и на трайно ниските лихвени проценти. За тази цел Комисията подкрепя разработването на колективни и индивидуални пенсионни планове за допълване на обществените пенсионни схеми.

Финансовата система на ЕС трябва да подкрепя хората при заделянето на средства за техните собствени лични пенсионни спестявания. Това може да стане чрез политически мерки, насочени към стимулиране и отстраняване на пречките пред развитието на индивидуалните („трети стълб“) пенсионни фондове в Европа.

Понастоящем не съществува ефективен единен пазар за лични пенсии по „трети стълб“. Разнообразието от правила на равнище ЕС и на национално равнище възпрепятства пълноценното развитие на голям и конкурентоспособен пазар за личното пенсионно осигуряване.⁴⁵ Разпокъсаността на пазара не позволява институциите за лични пенсионни спестявания да постигнат максимални икономии от мащаба, да диверсифицират риска и иновациите — това ограничава избора и увеличава разходите за лицата, спестяващи за пенсия. Възможността за включване към европейска индивидуална пенсия може да предостави регулаторен образец, позволяващ подходящо равнище на защита на потребителите, към който пенсионните институции да могат да прибегват при предлагането на продукти в целия ЕС. Един по-голям европейски пенсионен пазар за „трети стълб“ следва да предоставя също така подкрепа за предлагането на средства за институционални инвеститори и инвестиции в реалната икономика.

Комисията ще анализира възможността за политическа рамка за създаване на успешен европейски пазар за опростени, ефикасни и конкурентоспособни индивидуални пенсии и ще прецени дали е необходимо пазарът да бъде подкрепен от законодателството на ЕС.

4.2. Институционални инвеститори

Институционалните инвеститори, по-специално животозастрахователните дружества и пенсионните фондове, са естествени дългосрочни инвеститори. През последните години обаче те се намалиха инвестициите си в дългосрочни проекти и дружества. Данните за собствеността на акциите на застрахователи и на пенсионни фондове сочат сериозен спад в капитализацията на фондовите пазари на ЕС — от над 25 % през 1992 г. до 8 % в края на 2012 г.⁴⁶ Понастоящем те обикновено държат голям дял от своя портфейл в сравнително тесен кръг активи. ЕС следва да оказва подкрепа на институционалните инвеститори при разширяването на тяхната експозиция към дългосрочни активи и малките и средните предприятия (МСП), като същевременно се запази стабилно и разумно управление на активите и пасивите.

Разумното регулиране засяга склонността на институционалните инвеститори да инвестират в конкретни активи чрез калибриране на капиталовите изисквания. Комисията ще въведе по-силно обвързано с риска калибриране за инфраструктура и ЕФДИ (вж. глава 3), както и за прости и прозрачни секьуритизационни продукти (вж.

⁴⁵ Общ преглед на текущата пазарна и регулаторна рамка е представена в консултативния документ на ЕОЗППО относно създаването на стандартизирани общоевропейски лични пенсионни продукти от 3.7.2015 г.

⁴⁶ Източник: Окончателен доклад: Кой е собственикът на европейската икономика? (Who owns the European economy?) Промяна на собствеността на дружества, регистрирани на борсите в ЕС между 1970 и 2012 г., Observatoire de l'Épargne Européenne and Insead OEE Data Services, август 2013 г.

глава 5). Наред с тези мерки в консултацията се подчертава също така, че пруденциалното третиране на частния капитал и частно пласирания дълг в директивата „Платежоспособност II“ представлява пречка за инвестирането в тези класове активи.

Комисията ще прецени дали промените са обосновани и, ако това е така, ще подготви измененията, които да бъдат представени в контекста на прегледа на Директива „Платежоспособност II“

Инвестиционните фондове са увеличили своя дял от собствеността на европейските фондови пазари от по-малко от 10 % през 1990-те години на 21 % през 2012 г. Те също така се превърнаха във все по-голям държател на корпоративни облигации през последните години. Тези фондове са сред най-активните трансгранични инвеститори, но пазарната фрагментация все още представлява голям проблем в европейския сектор за управление на активи. Много участници в консултацията изтъкнаха аргумента, че редица фактори ограничават трансграничната дейност на тези фондове, включително дискриминационно данъчно третиране, различия в националните изисквания за пускането на пазара на средства и такси за трансгранични уведомления. Премахването на неоснователните пречки ще стимулира лицата, управляващи фондове, да се ангажират в по-голяма степен с трансграничното търгуване на своите фондове и да намалят разходите за инвеститорите.

Комисията ще събира доказателства за основните пречки пред трансграничното предоставяне на инвестиционни фондове. Това ще включва, по-специално, непропорционални изисквания за търгуване, такси и други административни мерки, наложени от приемащите държави и данъчната среда. Въз основа на предоставените доказателства, Комисията ще се стреми да премахне основните бариери, ако е необходимо — и чрез законодателни средства.

5. ПРИВЛИЧАНЕ НА БАНКОВ КАПАЦИТЕТ В ПОДКРЕПА НА ИКОНОМИКАТА

Като заемодатели за значителен дял от икономиката и посредници на капиталовите пазари, банките ще играят централна роля в съюза на капиталовите пазари и в европейската икономика в по-широк план. Банките имат силни местни връзки и знания, което означава, че за много малки предприятия банковото кредитиране ще продължи да бъде важен източник на финансиране. За други предприятия достъпът до банковото финансиране ще остане важна част от тяхната диверсификация на възможностите за финансиране. Поради това, успоредно с работата на съюза на капиталовите пазари, Комисията е в процес на преразглеждане на регламент на банките с цел да се гарантира оптимално равновесие между управление на риска и възможности за растеж⁴⁷.

При по-малките предприятия силните местни мрежи са важни за подпомагане на растежа. В някои държави членки действат кредитни съюзи, в които например МСП могат да се финансират взаимно на нестопанска основа. Също така те могат да улесняват обмена на ноу-хау между членовете. Прилагането на усъвършенствани и сложни банкови регламенти може понякога да представлява непропорционална пречка за кредитните съюзи и други кооперативи с нестопанска цел, обслужващи МСП. Такъв, по-специално може да бъде случаят, когато те са малки и се занимават главно със вземане на средства и преразпределянето им между членовете, така че рисковете за финансова система като цяло са все още ограничени.

В някои държави членки кредитните съюзи вече са освободени от задълженията, произтичащи от разпоредбите на ДКИ. С цел да се гарантира равнопоставеност всички държави членки следва да бъдат в състояние да се възползват от кредитни съюзи, които са обхванати от национални регулаторни гаранции, съизмерими с рисковете, които те поемат. Ето защо Комисията ще проучи възможността за всички държави членки да разрешат на кредитните съюзи, които оперират извън рамката на капиталовите изисквания на ЕС за банките.

Секюритизацията може да повиши достъпността на кредита и да намали разходите за финансиране. Като инструмент за финансиране, секюритизацията може да допринесе за диверсифицирана база за финансиране. Тя може също да действа като важен инструмент за трансформиране на риска с цел подобряване на капиталовата ефективност и разпределяне на риска в отговор на търсенето.

След кризата секюритизационните пазари на ЕС остават в значителна степен слаби, предизвикващи опасения, свързани с процеса на секюритизация и произтичащите от нея рискове. Въпреки че тези слабости се проявяват основно при секюритизации, основащи се на с високорискови ипотечни кредити от САЩ⁴⁸, последвалата регулаторна реформа бе приложена спрямо всички секюритизации. Не се предвижда отмяна на реформите на ЕС, насочени към рисковете, произтичащи от изключително сложни и непрозрачни секюритизации. Важно е обаче, че секюритизацията е възобновена, за да се гарантира, че тя може да действа като ефективен канал за

⁴⁷ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf

⁴⁸ По време на кризата секюритизационните продукти от ЕС с рейтинг AAA останаха необслужвани в 0,1 % от случаите. За сравнение, техните американски аналози останаха необслужвани през 16 % от времето. По-рисковата секюритизация в ЕС (рейтинг BBB) също отбеляза добри резултати, като класовете с най-лоши показатели останаха необслужвани в 0,2 % от случаите в разгара на кризата. Стандартният процент за необслужвани американски ценни книжа с рейтинг BBB е 62 %. Източник: ЕБО.

финансиране за икономиката като цяло и като механизъм за диверсификация на рисковете. В рамките на инвестиционния план Комисията вече предоставя финансова подкрепа за операциите по секюритизация. Приетите днес нови законодателни приложения отиват по-далеч. С тях ще бъдат открити опростените, прозрачни и стандартизирани (ОПС) продукти, за да се засили доверието на инвеститорите и да се намалят тежестите, произтичащи от изискванията за надлежна проверка. Въз основа на препоръките на ЕБО Комисията ще предложи повече подходящи пруденциални изисквания за инвестициите на банките и застрахователите в ОПС продукти. Този пакет от мерки следва да спомогне за освобождаване на капацитет в счетоводните баланси на банките, да увеличи тяхната способност да отпускат средства на реалната икономика и да допринесе за изграждането на по-дългосрочна инвеститорска база.

Комисията публикува днес предложение за рамка на ЕС за опростена, прозрачна и стандартизирана (ОПС) секюритизация, както и нови правила за пруденциално калибриране за банките в РКИ. Веднага след приемането на рамката за ОПС секюритизация ще бъде направено изменение на делегирания акт за Директивата „Платежоспособност II“, за да бъде въведено еквивалентно калибриране за застрахователите с цел включване на критерии за СПС.

Обезпечените облигации са друг инструмент за финансиране, който е особено важен в някои държави членки. Пазарът на обезпечени облигации обаче в момента е фрагментиран по национален признак. Различията между нормативните уредби и надзорните практики на държавите членки, които са приели специални закони за обезпечените облигации, ще ограничат възможностите за стандартизация на пазара при поемането и оповестяването. Това може да създаде пречки за дълбочината на пазара, ликвидността и достъпът на инвеститорите, по-специално на трансгранична основа. Нормативната уредба на ЕС за по-интегриран пазар на обезпечените облигации би могла да спомогне за намаляване на цената на финансиране за банките, които емитират обезпечени облигации, особено в някои държави членки.

Комисията публикува днес съобщение за консултация относно разработването на общоевропейска рамка за обезпечените облигации, основаваща се на добре функциониращи национални режими и съобразена с тях, както и на висококачествени стандарти и най-добри пазарни практики. С консултацията ще се търсят мнения относно използването на подобни структури за подкрепа на заемите за МСП.

6. УЛЕСНЯВАНЕ НА ТРАНСГРАНИЧНИТЕ СЛИВАНИЯ

Въпреки постигнатия голям напредък през последните десетилетия за развитие на единния пазар на капитали остават още много и сериозни пречки пред осъществяването на трансгранични инвестиции. Те варират от трудности, произтичащи от националното право — законодателството в областта на неплатежоспособността, обезпеченията и ценните книжа — до трудности, свързани с пазарната инфраструктура, данъчните ограничения и промените в регулаторната среда, които биха накърнили предсказуемостта на правилата за преките инвестиции. Трансграничното споделяне на риска в рамките на ЕС отслабна от началото на кризата, както и инвестициите, идващи от държави извън ЕС.

Отстраняването на някои трудности, които възпрепятстват дългосрочните инвеститори при разнообразяването на техния географски портфейл, ще донесе значителни ползи за търсещите капитал, за инвеститорите и за икономиката на ЕС като цяло. По-високата степен на интеграция на капиталовите пазари в ЕС също така ще повиши привлекателността на държавите — членки на ЕС като инвестиционни дестинации за инвеститорите от трети държави.

6.1. Правна сигурност и пазарна инфраструктура за трансгранични инвестиции

Ефикасната и сигурна следборсова инфраструктура е ключов елемент на добре функциониращите капиталови пазари. Едно от основните притеснения, изразени в отговорите в рамките на консултацията, е, че липсва правна сигурност относно собствеността на ценните книжа, когато ценните книжа, емитентите и инвеститорите са установени в различни държави членки и/или ценните книжа са държани от финансови институции в различни държави членки. Тези ситуации са все по-често срещани. В много от коментарите по Зелената книга се настоява в разпоредбите ясно да се посочва приложимото национално законодателство спрямо дадена трансгранична сделка с ценни книжа. За тази цел Комисията възнамерява да усъвършенства и разшири съществуващите правила в тази област. Актуализирането на законодателството е още по-важно с оглед на очакваното увеличение на трансграничните сделки с ценни книжа, стимулирани от стартирането на Target2-Securities (T 2S).

Освен това различията в националното третиране на трети лица при прехвърлянето на дългови вземания⁴⁹ усложнява използването на тези инструменти като трансгранични обезпечения и затруднява инвеститорите при определянето на цената на риска по дълговите инвестиции. Тази правна несигурност пречи на икономически значими финансови операции, като секюритизациите например, които изискват устойчиво управление на обезпеченията.

Комисията ще продължи вече извършените целенасочени действия във връзка с несигурността относно собствеността на ценни книжа. Въз основа на допълнителната консултация и оценка на въздействието Комисията ще предложи единни правила за определяне на правната сигурност относно приложимото национално законодателство спрямо трети лица при прехвърлянето на дългови вземания.

През последните години със законодателство на ЕС, като например Регламентът за европейската пазарна инфраструктура (Регламент за европейската пазарна

⁴⁹ В случаите, когато първоначалният кредитор прехвърля вземания по дългове на някой друг.

инфраструктура)⁵⁰ и Регламент за централните депозитари на ценни книжа (ЦДЦК)⁵¹ и ДПФИ II, бяха отстранени много от пречките пред трансграничния клиринг и сетълмент на ценни книжа. Текат промени в сектора на следпазарните услуги — предстои да влязат в сила нови разпоредби, а неотдавна бе създадена единна платформа за сетълмент T 2S. Тези промени изискват реструктуриране на следпазарната инфраструктура, като същевременно се насърчават новаторските пазарни практики, по-специално в областта на управлението на обезпеченията. Необходимо е пазарите да бъдат наблюдавани, за да се гарантира, че законодателството е в крак с променящите се практики същевременно гарантирайки запазване на сигурността и ефикасността на системата за следпазарни услуги.

Въпреки постигнатия напредък остават някои пречки пред ефикасното извършване на трансгранични операции по клиринг и сетълмент. Някои от тях са открити в доклада „Джованини“⁵² още преди повече от десет години. Много от пречките се коренят в различията между националното законодателство в областта на несъстоятелността и собствеността, както и относно притежаването на ценни книжа — правното естество на активите е твърде различно. Тези различия могат да доведат до несигурност по отношение на това кой е притежателят на ценната книга в случай на неизпълнение и чие е предимството в случай на несъстоятелност. Несигурността във връзка със споменатите случаи поражда сериозни правни рискове, например за приложимостта на обезпечението, и може да застраши устойчивостта на трансграничния сетълмент и предоставяните обезпечения.

С цел да бъдат подпомогнати по-ефективните и устойчиви следпродажбени системи и пазарите на обезпечения, Комисията ще пристъпи към по-широк преглед на постигнатия напредък по отношение на премахването на пречките, отбелязани в доклада „Джованини“, пред трансграничните услуги по клиринг и сетълмент — след влизането в действие на неотдавна приетото законодателство и промените в пазарната инфраструктура.

6.2. Премахване на националните пречки пред трансграничните инвестиции

Последователността в прилагането, изпълнението и влизането в сила на правната и надзорната рамка е от основно значение за свободното движение на капитали и за създаването на равнопоставени условия на конкуренция. Като се има предвид броят на наличните финансови разпоредби на ЕС за улеснение на трансграничните инвестиции, акцентът трябва да премине към ефективно въвеждане и прилагане. Бариерите могат да произтичат от националното законодателство или от административната практика. Някои са свързани с национално „свърхрегулиране“ — допълнително регулиране на минималните правила на ЕС, докато други може да възникнат в резултат на различно прилагане на правилата на ЕС. Други пречки произтичат от национални мерки, предприети в области, в които липсва законодателство на ЕС, или когато отговорността остава на национално ниво.

Комисията, в сътрудничество с държавите членки, ще работи за идентифициране и преодоляване на пречките, за които все още не са предприети действия, включително чрез сближаване на надзорните практики. Комисията ще:

⁵⁰ Регламент (ЕС) № 648/2012.

⁵¹ Регламент (ЕС) № 909/2014.

⁵² http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf

- ще създаде мрежа от 28 национални звена за контакт и ще започне дискусии на двустранна основа относно потенциала за действие на национално равнище с цел отстраняване на пречките;
- ще създаде условия за обмен на добри практики, ще разработи показатели за оценка, както и препоръки и насоки въз основа на работата в рамките на мрежата.

Комисията, в сътрудничество с държавите членки, ще работи за установяването и отстраняването на пречките пред свободното движение на капитали на национално равнище. Тези пречки произтичат, наред с другото, от недостатъчната степен на прилагане или липсата на съгласуваност в тълкуването на единната нормативна уредба, както и от националното право. Те пречат на доброто функциониране на съюза на капиталовите пазари. Комисията ще публикува доклад по въпроса до края на 2016 г.

Сближаването на процедурите по несъстоятелност и реструктуриране ще създаде по-голяма правна сигурност за трансграничните инвеститори и ще насърчи съвременното реструктуриране на жизнеспособните дружества в затруднено финансово положение. Участниците в консултацията като цяло изразиха съгласие, че както неефективността, така и различията в законодателствата относно несъстоятелността, затрудняват инвеститорите при оценката на кредитния риск, особено когато става въпрос за трансгранични инвестиции.

Докладът „Бизнес практика“ („Doing Business“) на Световната банка за 2015 г. прави класация на държавите въз основа на техните правни уредби във връзка със несъстоятелност по скала от 0 до 16. Средната стойност за ЕС е 11,6, което е с 5 % под средното равнище за ОИСР в категорията на страните с висок доход (12,2). Някои държави членки са с резултат под 8.

През 2014 г. Комисията публикува препоръка⁵³ относно нов подход към фалита и несъстоятелността на предприятията, който насърчава държавите членки да прилагат процедури за ранно реструктуриране и дава „втори шанс“ на предприемачите. В препоръката са определени общите принципи за националните процедури по несъстоятелност за предприятия в затруднения, както и мерките, насочени към намаляване на продължителността и цената на процедурата за МСП (напр. използване на стандартни формуляри, на средства за комуникация от разстояние). Макар и да е ясно, че в препоръката се поставя акцент на информацията, която може да бъде полезна на държавите членки при провеждането на реформи в областта на несъстоятелността, подходът е приложен само частично, включително в държавите членки, които вече са започнали реформи⁵⁴.

Комисията ще предложи законодателна инициатива относно несъстоятелността на предприятия, включително ранно реструктуриране и предоставяне на „втори шанс“, въз основа на опита, натрупан с препоръката. Инициативата ще се стреми към преодоляване на най-важните пречки пред свободното движение на капитали, като се основава на национални режими, които функционират добре.

⁵³ C(2014) 1500 final, 12.3.2014 г.

⁵⁴ Оценка на изпълнението на препоръката относно нов подход към фалита и несъстоятелността на предприятията http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm

Данъчното облагане е важен въпрос при вземането на решение за трансгранични инвестиции. По-конкретно, като особено важни в контекста на съюза на капиталовите пазари бяха открити две данъчни пречки пред трансграничните инвестиции. На първо място, много инвеститори подчертават, че са ощетявани при инвестирането в чужбина чрез прилагането на местните данъци, удържани при източника, за които е почти невъзможно да искат възстановяване, в допълнение към техния национален данък. Този проблем произтича от различните национални подходи в прилагането на удържане на данък при източника и сложността на процедурите за освобождаване от тези данъци. Потенциално дискриминационното данъчно облагане на пенсионните фондове и животозастрахователните дружества също е пречка за трансграничните инвестиции.

С цел да насърчи държавите членки да приемат системи на освобождаване от данъци при източника и да утвърдят бързи и стандартизирани процедури за възстановяване, Комисията ще подкрепи най-добрите практики. Съвместно с държавите членки тя ще разработи кодекс за поведение относно принципите за данъчни облекчения във връзка с данъка, удържан при източника. Комисията също така ще извърши проучване относно дискриминационните данъчни пречки пред трансграничните инвестиции както от животозастрахователни дружества, така и от пенсионни фондове и, ако е необходимо, ще започне процедури за нарушение.

Понастоящем съществуват близо 200 двустранни инвестиционни договора между държави членки („ДИД в рамките на ЕС“), в които са определени различни стандарти на третиране на трансграничните инвестиции в рамките на единния пазар и са несъвместими с правото на ЕС. Неотдавна Комисията предприе правни действия срещу тези ДИД в рамките на ЕС. Комисията ще работи с държавите членки, за да проучи дали са необходими допълнителни действия за по-нататъшно укрепване на гаранциите за трансграничните инвеститори и съответно да увеличи привлекателността на единния пазар като инвестиционна дестинация.

6.3. Насърчаване на финансовата стабилност и сближаване на надзорните практики

Съюзът на капиталовите пазари ще спомогне за увеличаване на устойчивостта на финансовата система на ЕС чрез стимулиране на по-разнообразни начини за финансиране на капиталовите пазари⁵⁵. Същевременно е необходим да се обърне внимание на рисковете пред финансовата стабилност, възникващи на капиталовите пазари. През последните години ЕС въведе редица реформи за по-прозрачни, по-добре регулирани и по-сигурни капиталови пазари, включително намаляване на рисковете на пазарите на деривати чрез Регламента за европейската пазарна инфраструктура, въвеждане на правила за по-сигурна и по-прозрачна търговия с Директивата за пазарите на финансови инструменти и гарантиране, че всички лица, управляващи ФАИ в ЕС, попадат в обхвата на Директивата за лицата, управляващи ФАИ. В ход са допълнителни реформи чрез Регламента относно сделките за финансиране с ценни книжа (РСФЦК)⁵⁶, предложението относно фондовете на паричния пазар и

⁵⁵ Реч на V. Constâncio, заместник-председател на Европейската централна банка (ЕЦБ).

⁵⁶ Както е посочено в Регламента за сделките за финансиране с ценни книжа, въз основа на резултатите от работата на съответните международни форуми и със съдействието на ЕОЦКП, ЕБО и ЕССР, Комисията ще докладва на Европейския парламент и Съвета през 2017 г. относно напредъка в международните усилия за смекчаване на рисковете, свързани със сделките за финансиране с ценни книжа (СФЦК), включително относно препоръките на СФС по процентите за намаляване на

предстоящото законодателно предложение относно възстановяване и реструктуриране на ЦК. В работата си Съветът за финансова стабилност дава приоритет на установяването и преодоляването на слабостите, свързани със субекти, които извършват на капиталовите пазари дейност, подобна на банковата. Осигуряването на общ регулаторен подход за потенциално появяващите се системни рискове ще окаже подкрепа за финансовата стабилност и ще улесни трансграничните инвестиции.

Комисията ще работи със СФС и Европейския надзорен орган (ЕНО), както и с Европейския съвет за системен риск (ЕССР), за да направи оценка на възможните рискове за финансовата стабилност, произтичащи от финансови средства на пазарен принцип. По-нататъшната аналитична дейност ще се извършва, например, за да се разберат по-добре проблемите, свързани с ликвидността на пазара и взаимовръзките във финансовата система, както и за да се прецени дали следва да бъдат разработени допълнителни инструменти за пруденциален надзор на макроравнище. Комисията ще направи всички необходими промени на макропруденциалната рамка в контекста на предстоящия преглед на ЕССР.

Що се отнася до надзора, коментарите в рамките на консултацията бяха положителни относно структурата, която ЕС въведе след финансовата криза през 2011 г. Въпреки че беше постигнат напредък по създаването на Европейската система за финансов надзор и бе въведен единен правилник, участниците в консултацията подчертаха също така необходимостта от гарантиране на сближаването на надзорните практики и последователното изпълнение и прилагане на законодателството на ЕС за финансовите услуги. Проблемът бе също подчертан в доклада на петимата председатели „Завършване на европейския икономически и паричен съюз“ .

Законодателството за капиталовите пазари, прието през последните години, отнежда важна роля на ЕНО в редица области. В коментарите, получени в рамките на консултацията, се отправя по-специално призив ЕОЦКП да започне да играе по-голяма роля за задълбочаване на сближаването на надзорните практики при регулирането на капиталовия пазар и предоставянето на пазарна информация, както и да подsigури последователно прилагане в целия ЕС на единна нормативна уредба. Положените през последните години усилия за изграждане на единна нормативна уредба за капиталовите пазари следва да доведат до по-интегрирани и ефикасни капиталови пазари. По-задълбочената финансова интеграция следва да бъде съпътствана от засилен акцент от страна на ЕОЦКП върху сближаване на надзорните практики в ЕС, включително в областта на счетоводната отчетност, за да се гарантира доброто функциониране на единния пазар. ЕОЦКП може да се съсредоточи повече върху открояването, подпомагането и насърчаването на най-добрите практики, за да се утвърдят ефикасни надзорни техники в държавите членки и съпоставимост на резултатите на равнище ЕС. В този контекст ЕОЦКП следва да използва по-систематично и ефективно инструментите, с които разполага, по-специално тематичните и партньорските проверки на държави.

Комисията, съвместно с ЕОЦКП, ще разработи стратегия за засилване на сближаването на надзорните практики и за набеязване на областите, в които един по-колективен подход би могъл да подобри функционирането на единния пазар на капитали. Също така Комисията ще работи съвместно с ЕОЦКП, за да

стойността на обезпечението на СФЦК, при които се извършва нецентрализиран клиринг, и на тяхната целесъобразност за европейските пазари.

подобри ефективността на вземането на решения в различни тематични области и във връзка с партньорски проверки. Комисията ще публикува през 2016 г. Бяла книга за управлението и финансирането на ЕНО.

Съюзът на капиталовите пазари е класически проект за единен пазар в полза на всички 28 държави членки. С цел да помогне на капиталовите пазари да разгърнат пълния си потенциал Комисията ще помогне чрез Службата за подкрепа на структурните реформи разработването на стратегия за оказване на техническа помощ на държавите членки, когато това е необходимо за засилване на съответния капацитет на националните капиталови пазари.

6.4. Улесняване на чуждестранните инвестиции

Капиталовите пазари в ЕС трябва да бъдат отворени и конкурентоспособни в световен мащаб, за да могат да се развиват и да привличат допълнителни капиталови и дългови инвестиции от международни инвеститори. СКП ще спомогне за засилване на привлекателността на капиталовите пазари на ЕС за международните инвеститори чрез премахване на правните и административните разходи за трансгранични операции, както и чрез засилване на сближаването в областта на надзора на европейско равнище. Като се има предвид глобалният характер на капиталовите пазари, Съюзът на капиталовите пазари трябва да се вземе предвид по-широкия глобален контекст, както и да гарантира, че европейските капиталови пазари остават неразделна част от международната финансова система. Комисията ще продължи да работи в тясно сътрудничество с държавите членки на ЕС в рамките на международни форуми, като например Съвета за финансова стабилност (СФС) и Международната организация на комисиите по ценни книжа, при разработването на сходни политически мерки в подкрепа на развитието на световните капиталови пазари. Освен това Комисията ще се стреми да установи рамки за сътрудничество в областта на нормативната уредба в областта на финансовите услуги с ключови трети държави за укрепване на интеграцията на капиталовите пазари.

Политиката на ЕС в областта на международната търговия и инвестициите трябва да играе важна роля в подкрепянето на международните инвестиции. С международните търговски и инвестиционни споразумения се либерализира движението на капитали, регламентира 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. Създава се и равнопоставеност в условията на конкуренцията в ЕС. Комисията ще продължи също така да работи и на международно равнище в областта на свободното движение на капитали, включително в контекста на кодексите на ОИСР за либерализиране на движението на капитали.

7. СЛЕДВАЩИ СЪПКИ И МОНИТОРИНГ

Настоящият план за действие определя приоритетните действия, необходими за насърчаване на инвестициите във всички държави членки и в целия ЕС, както и за установяване на по-тясна връзка между икономии и растеж. Подготовката на предложените мерки е свързана с подходяща консултация и оценка на въздействието на различните варианти за постигане на целите.

Успешното приемане и прилагане на тези мерки ще изисква трайно и съгласувано усилие. Това е проект за всички 28 държави членки и Комисията ще работи в тясно сътрудничество с тях и с Европейския парламент за осъществяването на предложенията.

Оповестените днес конкретни предложения ще дадат първоначален тласък. Те ще бъдат последвани и от други мерки. Първоначалните мерки включват цялостен пакет за секюритизация с актуализирано калибриране за РКИ, определение за инфраструктура и преразгледано калибриране за Платежоспособност II, както и предложение за преразглеждане на Директивата за проспектите. За други области може да са необходими допълнителни консултации със заинтересованите страни. Успоредно с това Комисията ще улесни дискусиите с държавите членки по въпроси като данъчното облагане и несъстоятелността, за да може да се постигне напредък в средносрочен до дългосрочен план.

Успехът на СКП ще зависи и от пазарните участници. Финансовите посредници трябва да изиграят своята роля за възстановяване на доверието на своите клиенти и за изграждане на доверие в капиталовите пазари в Европа. Този план за действие включва пазарно ориентирани инициативи и Комисията настоятелно призовава съответните страни да направят всичко възможно за напредъка в тези области.

Освен това Комисията ще продължи да работи за установяване на основните недостатъци и пречки за по-широки капиталови пазари в Европа и да разработва най-добрите начини за преодоляването им, като същевременно се запазва силен акцент върху защитата на инвеститорите и пазарен надзор.

В допълнение към годишните си доклади Комисията ще изготви подробен преглед през 2017 г., който ще служи за основа за вземането на решения относно всякакви необходими допълнителни мерки.

Комисията ще докладва редовно на Европейския парламент и държавите членки относно напредъка.

Приложение 1: Списък на мерките и примерен график

Финансиране за иновациите, за новосъздадените предприятия и дружества, които не са регистрирани за борсова търговия		
Подкрепа за рисковия капитал и финансиране със собствен капитал	Предложение за Общоевропейски фонд за инвестиции във фондове за рисков капитал и многостранни фондове	T2 2016 г.
	Преглед на ЕФРК и ЕФСП	T3 2016 г.
	Проучване относно данъчните стимули за рисков капитал и т. нар. „бъдеще облигации“	2017 г.
Преодоляване информационни бариери за инвестиции на МСП	Укрепване на обратната информация, предоставена от банките при отхвърляне на искания за кредит от страна МСП	T2 2016 г.
	Описание на действащото местно или национално подпомагане и консултантски капацитет в ЕС за насърчаване	2017 г.
	Проучване на начините за развиване или подкрепа на общоевропейски информационни системи	2017 г.
Насърчаване на иновационни форми на корпоративно финансиране	Доклад относно колективното финансиране	T1 2016 г.
	Разработване на координиран подход по отношение на инициирането на кредити по фондове и оценката на възможността за една бъдеща рамка на равнище ЕС	T4 2016 г.
Създаване на благоприятни условия за предприятията за навлизане и набиране на капитал на публични пазари		
Укрепването на достъпа до публичните пазари	Предложение за актуализиране на Директивата за	T4 2015 г.
	Преглед на регулаторните пречки пред достъпа на МСП до публичните пазари и пазари за растеж за МСП	2017 г.
	Преглед на пазарите на корпоративни облигации на ЕС, насочен към възможностите за подобряване на ликвидността на пазара	2017 г.
Подкрепа за финансирането със собствен капитал	Предприемане на мерки за преодоляване на дисбаланса между дълг и собствен капитал в рамките на законодателното предложение относно обща консолидирана основа за облигации	T4 2016 г.
Инвестиции в дългосрочен план, инфраструктура и устойчиви инвестиции		
Подкрепа за инвестиции в инфраструктура	Адаптиране на директивата „Платежоспособност II“ във връзка с калибрирането на инвестициите в инфраструктура и европейските фондове за дългосрочни инвестиции	T3 2015 г.
	Преглед на Регламента за капиталовите изисквания за банките, внасяне на промени в калибриранията във връзка с инфраструктура, ако е уместно	В процес на изпълнение
Осигуряване на съгласуваност в правилника на	Покана за представяне на доказателства относно кумулативното въздействие на финансовата реформа	T3 2015 г.
Насърчаване на индивидуалните и институционалните инвестиции		
Разширяване на възможностите и конкуренцията при индивидуалните	Зелена книга за финансовите услуги на дребно и застраховането	T4 2015 г.

инвестиции		
Помощ за индивидуалните инвеститори, за да могат да извличат максимална полза	Оценка на пазарите на ЕС за продукти за индивидуални инвестиции	2018 г.
Подкрепа за пенсионно спестяване	Оценка на възможността за политическата рамка за въвеждане на европейски индивидуални пенсии	T4 2016 г.
Разширяване на възможностите за институционални инвеститори и лица, управляващи фондове	Оценка на пруденциалното третиране на частния капитал и частно пласиран дълг в директивата „Платежоспособност II“	2018 г.
	Консултация за основните пречки пред трансграничното предоставяне на инвестиционни фондове.	T2 2016 г.
Привличане на банков капацитет в подкрепа на икономиката		
Укрепване на местните мрежи за финансиране	Проучване на възможността всички държави членки да разрешат кредитни съюзи извън обхвата на правилата за капиталовите изисквания за банките в ЕС	В процес на изпълнение
Изграждане на секюритизационните пазари на ЕС	Предложение за опростени, прозрачни и стандартизирани секюритизации и преразглеждане на калибрирането на капитала за банките	T3 2015 г.
Подкрепа на банковото финансиране на	Консултация във връзка с рамка на ЕС за обезпечените облигации и подобни структури за заеми за МСП	T3 2015 г.
Улесняване на трансграничните сливания		
Премахване на националните пречки пред трансграничните инвестиции	Доклад относно националните пречки пред свободното движение на капитали	T4 2016 г.
Подобряване на пазарната инфраструктура за трансгранични инвестиции	Целенасочени действия за ценни книжа, правила за собственост и свързаните с трети лица правни последици на прехвърлянето на вземания	2017 г.
	Преглед на напредъка в премахването на бариерите, изброени в доклада Giovannini	2017 г.
Насърчаване на сближаването на производства по несъстоятелност	Законодателна инициатива относно несъстоятелността на предприятия, насочена към най-важните бариери пред свободното движение на капитала	T4 2016 г.
Премахване на трансграничните данъчни пречки	Най-добри практики и кодекс на поведение за процедури за освобождаване от данък, удържан при източника	2017 г.
	Проучване относно дискриминационни данъчни пречки за трансграничните инвестиции на пенсионните фондове и	2017 г.

	животозастрахователните предприятия	
Засилване на сближаването на надзорните практики и изграждането на капацитет на капиталовия пазар	<p>Стратегия относно сближаването на надзорните практики за подобряване на функционирането на единния пазар на</p> <p>Бяла книга за финансиране и управление на европейските</p> <p>Разработване на стратегия за оказване на техническо съдействие на държавите членки за подобряване на капацитета на капиталовите пазари</p>	<p>В процес на изпълнение</p> <p>T2 2016 г.</p> <p>T3 2016 г.</p>
Подобряване на капацитета за запазване на финансовата	Преглед на стратегията на ЕС за макропруденциалната рамка	2017 г.