



ЕВРОПЕЙСКА КОМИСИЯ

Брюксел, 25.10.2011
SEC(2011) 1280 окончателен

РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА

РЕЗЮМЕ НА ОЦЕНКАТА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

придружаваща

Предложение за

Директива на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Директива 2004/109/ЕО относно хармонизиране изискванията за прозрачност по отношение на информацията за издателите, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар и Директива 2007/14/ЕО на Комисията

{COM(2011) 683 окончателен}
{SEC(2011) 1279 окончателен}

1. ВЪВЕДЕНИЕ

Директивата за прозрачността¹ (наричана по-нататък „Директивата“) изисква от емитентите на ценни книжа, търгувани на регулираните пазари в рамките на Европейския съюз („ЕС“), да гарантират необходимата прозрачност по отношение на инвеститорите чрез оповестяване на регулирана информация² и разпространяването ѝ сред обществеността.

Пет години след влизането в сила на Директивата Комисията публикува доклад, в който се оценява нейното въздействие³. В доклада се признава положителното влияние на Директивата върху доброто и ефикасно функциониране на пазара, като същевременно се откриват областите, в които се налага подобрение.

През 2010 г. Комисията предприе обществена консултация относно актуализирането на Директивата. В нейния ход бяха изтъкнати следните основни проблеми: привлекателността на регулираните пазари за малките и средните емитенти (наричани по-нататък „МСЕ“) и пътищата за усъвършенстване на режима за притежавани значителни дялове от правата на глас.

Участниците в обществената консултация изказаха различни мнения по въпроса дали условията за МСЕ могат да бъдат подобрени чрез промени в Директивата. Що се отнася до притежаваните дялове от правата на глас, те като цяло изказаха съгласие за необходимостта да се включи изискване за уведомяване за притежавани деривати, при които сетълментът се извършва в парични средства,⁴ и да се повиши равнището на хармонизация в това отношение. Бяха отправени също така призови за по-голяма яснота в някои области от технически характер.

През 2010 година Комисията постигна съгласие с Европейския парламент да се направи оценка на техническата осъществимост на изискването някои дружества да оповестяват важна финансова информация по отношение на дейността си в трети държави⁵. В отделна оценка на въздействието по този въпрос се стигна до заключението, че Директивата за прозрачността и Счетоводните директиви⁶ следва да бъдат изменени, за да бъде отразено новото изискване в това отношение.

¹ Директива 2004/109/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 15 декември 2004 г.

² Понятието „регулирана информация“ включва годишна, шестмесечна или тримесечна финансова информация, текуща информация за притежавани значителни дялове от правата на глас, както и информацията, оповестявана съгласно Директивата за пазарната злоупотреба (Директива 2003/6/ЕО).

³ СОМ(2010) 243 окончателен от 27 май 2010 г. Докладът бе придружен от подробен работен документ на службите на Комисията (SEC (2010)061).

⁴ Дериватите върху капиталови инструменти, при които сетълментът се извършва в парични средства, са сделки, свързани с капиталови инструменти, които се уреждат само чрез парично плащане без физическо предаване на базовия капиталов инструмент.

⁵ <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st15/st15650-ad01.en10.pdf>

⁶ Четвъртата директива 78/660/ЕИО на Съвета относно годишните счетоводни отчети и Седмата директива 83/349/ЕИО на Съвета относно консолидираните счетоводни отчети.

2. ФОРМУЛИРАНЕ НА ПРОБЛЕМА

Проблемите, констатирани при съществуващия режим, могат да бъдат групирани в две основни категории: а) МСЕ; и б) изискванията за уведомяване за притежавани значителни дялове от правата на глас.

2.1. Проблеми, констатирани по отношение на МСЕ

В ЕС не съществува правно определение за МСЕ. Когато МСЕ се споменават настоящия документ, те следва да се схващат според обема на понятията, използвани в отделните държави-членки.

Подобряването на регулаторната среда за МСЕ и улесняването на достъпа им до капитал са важни политически приоритети за Комисията⁷. Въпреки че изискванията за прозрачност не се считат за единствен източник на проблемите, пред които са изправени МСЕ, те водят до високи разходи за привеждане в съответствие, свързани с регистрацията на регулирани пазари и до недостатъчна огласа по отношение на анализаторите и инвеститорите, както и създават култура на недалновидно планиране.

2.1.1. Високи разходи за привеждане в съответствие със законодателните изисквания за МСЕ

Целта на Директивата е да се осигури точна, изчерпателна и навременна информация на пазара. От емитентите се изисква да публикуват годишни, шестмесечни и тримесечни финансови отчети⁸. С Директивата се налага минимално изискване за публикуване на тримесечни междинни отчети за управлението с ограничено съдържание. Редица държави-членки обаче изискват да се оповестява и допълнителна информация. Разходите, които МСЕ правят за публикуването на тримесечни финансови отчети, са сравнително високи, докато ползата от това задължение е неясна.

Освен това стриктното спазване на срока за публикуване на шестмесечните отчети, както и сложността на съдържанието и вида на информацията, която следва да се оповестява в описателните им части, отнема на емитентите средства и време.

2.1.2. Акцентиране върху краткосрочните резултати

Необходимостта от тримесечно публикуване на финансова информация може да доведе до натиск върху ръководството да демонстрира печалби всяко тримесечие. Тримесечното отчитане може също така да се възприеме като регулаторен стимул за инвеститорите да се съсредоточат върху краткосрочните резултати на дружествата, а не върху дългосрочната перспектива.

⁷ Съобщение на Комисията: „За Акт за единния пазар — За изграждане на високо конкурентна социална пазарна икономика — 50 предложения с оглед подобряване на условията на работа, предприемачество и търговия за всички нас“, COM (2010 г.) 608 окончателен и Съобщение на Комисията „Акт за единния пазар. Дванадесет лоста за насърчаване на растежа и укрепване на доверието „Заедно за нов тип икономически растеж“, COM (2011 г.) 206 окончателен.

⁸ Тримесечни финансови отчети или междинни отчети за управлението: като цяло наричани тримесечна финансова информация.

2.1.3. Намален достъп до информация за МСЕ

Краткият срок за изготвяне на шестмесечните отчети (два месеца след края на отчетния период) води до претоварване в края на втория месец, което предизвиква смущения на пазара, претрупва инвеститорите и анализаторите с финансова информация и засилва тенденцията те да ограничават вниманието си до водещите крупни дружества за сметка на МСЕ. Това се отнася за повечето европейски емитенти, чиято счетоводна година отговаря на календарната, и за които този срок попада съответно в края на август. Като следствие МСЕ могат да се окажат в периферията на вниманието на инвеститорите и анализаторите.

Инвеститорите, които желаят да получат достъп до публикувана информация, се сблъскват със затруднения, дължащи се на недостатъчната взаимосвързаност на различните национални механизми за съхранението ѝ. Този проблем също води до недостатъчно внимание към МСЕ.

2.1.4. Проблеми, констатирани във връзка с уведомленията за притежавани значителни дялове от правата на глас

Директивата изисква от емитентите да уведомяват пазара за придобиването или освобождаването от акции, допуснати за търгуване на регулиран пазар, с които е свързано право на глас (т.е. да уведомяват за притежавания дял от правата на глас, когато този дял достигне, превиши или спадне под праговите стойности 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % и 75 %). При действащия режим бяха констатирани два проблема: скрито притежаване на дялове в резултат на пропуски в правилата за уведомяване и различия в правилата за уведомяване в отделните държави-членки.

2.1.5. Възможност за тайно притежаване на дялове

След приемането на Директивата на пазара значително се увеличи използването на деривати, при които сетълментът се извършва в парични средства. Те могат да бъдат използвани за придобиване и оказване на влияние върху дружество, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар, или за скрито натрупване на дялове в дружество (вече бяха докладвани няколко примера на такова поведение⁹). Понастоящем обаче те не са обхванати от разпоредбите на Директивата по отношение на оповестяването. Този пропуск може да доведе до евентуална пазарна злоупотреба, неефективност на механизма на ценообразуването и празно гласуване, в резултат на което се снижава доверието на инвеститорите и интересите им се разминават с дългосрочните интереси на самите дружества.

2.1.6. Различията в правилата за уведомяване в отделните държави-членки водят до увеличаване на отговорността и регулаторния риск, както и до високи разходи за трансграничните инвеститори за привеждане в съответствие със законодателните изисквания

Различаващите се правила за уведомяване в отделните държави-членки, по-специално относно сумирането на притежаваните акции с притежаваните финансови инструменти, увеличават разходите и създават правна несигурност за инвеститорите, участващи в

⁹ Примери: LVMH/Hermes, Porsche/VW, Schaeffler/Continental.

трансгранична дейност. Отсъствието на сумиране на притежаваните акции с притежаваните финансови инструменти също води до по-ниско ниво на прозрачност в някои държави-членки.

3. СУБСИДИАРНОСТ

ЕС има право да предприеме действия в тази област съгласно член 50 и член 114 от ДФЕС. Отбелязаните проблеми засягат капиталовия пазар на ЕС като цяло, поради което мерките следва да се приемат на равнище ЕС, за да бъдат ефективни.

Проблемите, констатирани във връзка с МСЕ, произлизат от законодателството на ЕС и на държавите-членки и могат да бъдат решени единствено чрез промени в законодателството на ЕС. В заключение, само инструмент, приет на ниво ЕС, ще гарантира, че всички държави-членки прилагат еднаква регулаторна рамка, изградена върху общи принципи, с което ще се сложи край на съществуващата разпокъсаност на регулаторните действия по отношение на уведомленията за притежавани значителни дялове.

4. ЦЕЛИ

Чрез предвидените мерки следва да се смекчат някои задължения, за да се гарантира привлекателността на регулираните пазари за МСЕ и да се подобрят правната сигурност и ефективността на режима на прозрачност по отношение на оповестяването на структурата на собствеността на дружествата.

5. ВАРИАНТИ НА ПОЛИТИКА: АНАЛИЗ НА ВЪЗДЕЙСТВИЯТА И СРАВНЕНИЕ

За постигане на изложените по-горе цели Комисията разработи, анализира и сравни различни варианти на политика, за да се определи кои от тях дават удовлетворителен отговор на констатираните проблеми. Разгледани бяха следните варианти:

5.1. Варианти с оглед на по-голяма гъвкавост по отношение на честотата и периодичността на публикуване на финансова информация от МСЕ

- (1) *Непредприемане на действие* — този вариант не би спомогнал за постигане на целта, поради което се отхвърля.
- (2) *Отмяна на задължението за тримесечно представяне на финансова информация за МСЕ* — този вариант би намалил както разходите за МСЕ, така и регулаторните стимули, които могат да насърчат недалновидното планиране. Въпреки това, въвеждането на диференцирани режими в зависимост от размера на дружествата, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар, може да бъде доведе както до объркване у инвеститорите, така до пренебрегване на МСЕ. Поради това вариантът се отхвърля.
- (3) *Отмяна на задължението за представяне на тримесечни финансови отчети за МСЕ през първоначален период от 3 години след допускане до търгуване* — въпреки че смекчава непосредствения натиск върху МСЕ, този вариант би

довел единствено до отлагане на разходите. Въвеждане на диференцирани режими в зависимост от размера и възрастта на дружествата, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар, може да бъде объркващо за инвеститорите. Поради това вариантът се отхвърля.

- (4) *Отмяна на задължението за представяне на тримесечни финансови отчети за всички дружества, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар* — този вариант би намалил разходите на дружествата за привеждане в съответствие със законодателните изисквания. Предполагаемото средно намаляване на разходите, с изключение на разходите за изготвяне на информацията за тримесечието, варира от 2 000 до 60 000 EUR годишно за емитент при МСЕ и от 35 000 EUR до 250 000 EUR годишно за емитент при крупните емитенти. За МСЕ намаляването на разходите за персонала, зает с изготвянето на тази информация, не може да се оцени в парично изражение: то се различава значително за отделните емитенти, като варира от 8 до 30 човекодни годишно. При крупните емитенти максималното общо намаляване на разходите (включително разходите, свързани с персонала, зает с изготвянето на тези отчети) може да се оцени като максимум 2 млн. EUR годишно за емитент. Този вариант следва да даде възможност на МСЕ да пренасочат ресурсите си към публикуването на информация, която ще бъде от най-голяма полза за техните инвеститори. Той следва да намали краткосрочния натиск върху емитентите и да стимулира инвеститорите да възприемат дългосрочно виждане. Вариантът не би следвало да окаже отрицателно въздействие върху защитата на инвеститорите, тъй като тя е достатъчно гарантирана чрез задължително оповестяване на шестмесечните и годишните резултати, както и чрез оповестяванията, изисквани от Директивата за пазарната злоупотреба и Директивата за проспектите¹⁰. Инвеститорите следва да бъдат надлежно информирани за всички важни събития и факти, които могат да повлияят върху цената на базовите акции, независимо от оповестяването на тримесечна информация, което понастоящем се изисква от Директивата за прозрачността. Затова не е необходимо оповестяването на междинните отчети за управлението да се въвежда като задължение в законодателството. За да бъде ефективен, този вариант трябва също да не допусне държавите-членки да налагат в националното си законодателство изискване за публикуване на информация всяко тримесечие. Дружествата ще имат свобода да публикуват информация всяко тримесечие, ако пожелаят.
- (5) *Удължаване на срока за публикуване на шестмесечните отчети на 3 месеца след края на съответния отчетен период за всички дружества, чиито акции са допуснати за търгуване на регулиран пазар* — някои МСЕ биха могли да реализират икономии, но най-важните ползи ще бъдат от непаричен характер. Емитентите биха получили допълнително време за изготвяне на отчетите, което ще подобри качеството на предоставяните от тях данни. Този вариант би оказал положително въздействие върху достъпа до информация за МСЕ, тъй като те ще могат по-лесно да планират публикуването на докладите си, така че то да не съвпадне с това на отчетите на крупните дружества, чиито акции са допуснати за търгуване на регулиран пазар. Това означава, че анализаторите и

¹⁰ Директива 2003/6/ЕО и Директива 2003/71/ЕО.

инвеститорите биха имали повече време за проучване на шестмесечните резултати на МСЕ.

- (6) *Удължаване на срока за публикуване на шестмесечните отчети на 3 месеца след края на съответния отчетен период за МСЕ* — този вариант би имал положително въздействие върху достъпа до информацията относно МСЕ. Въпреки това, въвеждането на диференцирани режими в зависимост от размера на дружествата, чиито акции за допуснати за търгуване на регулиран пазар, може да бъде объркващо за инвеститорите. Поради това вариантът се отхвърля.

5.2. Варианти за опростяване на описателните части на финансовите отчети за МСЕ

- (1) *Непредприемане на действие* — този вариант не би спомогнал за постигане на целта, поради което се отхвърля.
- (2) *Максимално хармонизиране на описателните части на финансовите отчети на равнище ЕС за МСЕ* — стандартизирането на съдържанието на отчетите може да доведе до по-високи разходи за привеждане в съответствие за МСЕ в държави-членки, където изискванията са сравнително ниски. Този вариант би улеснил съпоставимостта на финансовата информация в целия ЕС. Ако обаче на равнището на ЕС прагът за съдържание се постави твърде ниско с надеждата да се спестят разходи, това може на свой ред да има отрицателни последици за инвеститорите. Поради това вариантът се отхвърля.
- (3) *Изискване към ЕОЦКП¹¹ да изготви незадължителни указания (образци) за съдържанието на описателните части на финансовите отчети на всички дружества, чиито ценни книжа са допуснати до търгуване на регулиран пазар* — този вариант би дал възможност на ЕОЦКП да разработи образци, осигуряващи икономии. Той също така би улеснил съпоставимостта на информацията за инвеститорите и би увеличил трансграничния достъп до информацията относно МСЕ. Това ще наложи някои еднократни разходи за ЕОЦКП.
- (4) *Изискване към държавите-членки да изготвят незадължителни образци или насоки за съдържанието на описателните части на отчетите* — този вариант би позволил държавите-членки да приспособят съдържанието на отчетите към вътрешния си пазар. Той обаче няма да улесни трансграничната сравнимост на информацията, поради което се отхвърля.

5.3. Варианти за отстраняване на пропуските по отношение изискванията за уведомяване за притежавани значителни дялове от правата на глас

- (1) *Непредприемане на действие* — този вариант не би спомогнал за постигане на целта, поради което се отхвърля.
- (2) *Широк режим: разширяване на режима на оповестяване така, че да обхване всички инструменти с икономически ефект, сходен с притежаването на*

¹¹ Европейски орган за ценни книжа и пазари

акции и правата за придобиването им — този вариант ще обхване дериватите, при които сетълментът се извършва в парични средства, както и други подобни финансови инструменти, които могат да се появят в бъдеще. Той бе подкрепен от мнозинството участници в консултациите като решение на проблемите, описани по-горе. Вариантът ще има силно положително въздействие върху защитата и доверието на инвеститорите. Новият режим на оповестяване, включващ всички видове финансови инструменти, еквивалентни на дялово участие, би могъл да доведе до увеличаване на организационните разходи и на разходите за привеждане в съответствие за притежателите на деривати, при които сетълментът се извършва в парични средства (прогнозата за максималния размер на еднократните разходи се движи между 100 000 EUR и 600 000 EUR на притежател, но те ще засягат само инвеститори, притежаващи значително количество от тези инструменти). Текущите разходи не могат да бъдат прогнозирани, тъй като те ще варират според увеличението на практика на броя на изискваните оповестявания на притежател. Като се има предвид опитът, натрупан в Обединеното кралство, където подобен режим беше въведен през 2009 година, очаква се броят на уведомленията да бъде ограничен.

- (3) *Ограничителен подход: да не се изисква оповестяване в случай, че са изпълнени критериите за „надеждно пристанище“* — този подход би изисквал да се оповестява информацията за всички инструменти, даващи достъп до права на глас, свързани с базови акции, освен ако са изпълнени някои специфични критерии. Той обаче също би дал възможност на инвеститорите да заобикалят целта на изискването за оповестяване, поради което се отхвърля.

5.4. Варианти за отстраняване на различията в изискванията за уведомяване за притежавани значителни дялове

- (1) *Непредприемане на действие* — този вариант не би спомогнал за постигане на целта, поради което се отхвърля.
- (2) *Хармонизиране на режима за оповестяване на притежавани значителни дялове от правата на глас чрез въвеждане на изискване за сумиране на притежаваните акции с притежаваните финансови инструменти, даващи достъп до акции (включително дериватите, при които сетълментът се извършва в парични средства)* — този вариант би позволил хармонизиране на метода, използван за изчисляване на праговете, но не и на самите прагове, като по този начин се създава единен подход, който би довел до намаляване на правната несигурност, подобряване на прозрачността, улесняване на трансграничните инвестиции и повишаване на привлекателността на капиталовите пазари на ЕС. Очакваното намаление на текущите разходи за трансграничните инвеститори е 77 000 EUR годишно на оператор. Този вариант обаче би могъл да доведе до разходи, свързани с допълнителни оповестявания в тези държави-членки, в които понастоящем не съществува изискване за сумиране.
- (3) *Хармонизиране на режима за оповестяване на притежавани значителни дялове от правата на глас чрез налагане на 3 отделни режима на оповестяване: съответно за притежавани акции, за финансови инструменти,*

даващи достъп до акции, и за деривати, при които сетълментът се извършва в парични средства — този вариант би създал единен режим, но може да има отрицателно въздействие върху защитата и доверието на инвеститорите, поради което се отхвърля.

- (4) *Хармонизиране на режима на оповестяване на притежавани значителни дялове от правата на глас чрез хармонизиране на праговете за оповестяване* — мнозинството участници не считат праговете на правата на глас за сериозен проблем. Освен това, хармонизирането на праговете за уведомяване изглежда проблематично поради различията в дела на притежаващото акции население в отделните държави-членки. Поради това вариантът се отхвърля.

6. ИНСТРУМЕНТ, КОЙТО СЛЕДВА ДА СЕ ИЗПОЛЗВА, ТРАНСПОНИРАНЕ И ПРИВЕЖДАНЕ В СЪОТВЕТСТВИЕ

Само правно обвързващ инструмент би гарантирал, че всички държави-членки прилагат еднаква регулаторна рамка, изградена върху общи принципи. Директивата е средство, което дава възможност за максимална хармонизация в някои области, като на държавите-членки се оставя известна гъвкавост при отчитането на специфичното им състояние в други области.

С цел да се гарантира по-добро прилагане на Директивата и предвид съобщението на Комисията, озаглавено „По-строги наказателни разпоредби за сектора на финансовите услуги“¹², съществуващата рамка за санкции също следва да бъде подобрена.

7. НАБЛЮДЕНИЕ И ОЦЕНКА

Комисията ще следи как държавите-членки прилагат Директивата. Когато е необходимо, службите на Комисията ще предлагат съдействие на държавите-членки. Оценка на въздействието от прилагането на законодателните мерки следва да се извърши шест години след влизането им в сила. Комисията ще наблюдава прилагането на Директивата, както е изменена, посредством ЕОЦКП и чрез диалог с основните заинтересовани страни.

¹² Съобщение от 9 декември 2010 г.: COM(2010) 716 окончателен.