



Република България
ИКОНОМИЧЕСКИ
И СОЦИАЛЕН СЪВЕТ

РЕЗОЛЮЦИЯ

ПО

**„Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Регламенти (ЕС) № 596/2014 и (ЕС) № 2017/1129 във връзка с насърчаване на използването на пазарите за растеж на МСП“
COM(2018) 331 final 2018/0165 (COD)**

(разработена по собствена инициатива)

София, 2018 г.

Председателският съвет на ИСС взе решение за разработване на резолюция по „Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Регламенти (ЕС) № 596/2014 и (ЕС) № 2017/1129 във връзка с насърчаване на използването на пазарите за растеж на МСП“ - COM(2018) 331 final 2018/0165 (COD).

За докладчик по резолюцията беше определен г-н Васил Велев, член на ИСС от групата на работодателите и заместник-председател на Икономическия и социален съвет.

На свое заседание от 10 декември 2018 г. Пленарната сесия прие резолюцията.

СЪКРАЩЕНИЯ

- АИКБ - Асоциация на индустриалния капитал в България
- АДВИБ – Асоциация на директорите за връзки с инвеститорите в България
- БВП – Брутен вътрешен продукт
- БАЛИП – Българска асоциация на лицензираните инвестиционни посредници
- БФБ – Българска фондова борса АД
- ДЕС – Договор за Европейския съюз
- ДПФ – Доброволни пенсионни фондове
- ДФЕС – Договор за функциониране на Европейския съюз
- ДВ – Държавен вестник
- ЕБВР - Европейска банка за възстановяване и развитие
- ЕС - Европейски съюз
- ЕК – Европейска комисия
- ЗСч – Закон за счетоводството
- ЗППЦК – Закон за публичното предлагане на ценни книжа
- ЗППДОП - Закон за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия
- ИП – инвестиционен посредник
- ИСС – Икономически и социален съвет
- КСО - Кодекс за социално осигуряване
- КФН – Комисия за финансов надзор
- МСП – Малки и средни предприятия
- МС – Министерски съвет
- МФ – Министерство на финансите
- НСИ - Национален статистически институт
- НС – Народно събрание
- ФКИ - Фонд за компенсиране на инвеститорите
- ЦД – Централен депозитар

ОСОБЕНОСТИ НА БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР В КОНТЕКСТА НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА РЕГЛАМЕНТ

1. ИСС подкрепя принципно законодателното предложение на Европейската комисия (ЕК) за Регламент за изменение на Регламент (ЕС) № 596/2014 и Регламент (ЕС) № 2017/1129¹ (Предложение за Регламент) във връзка с насърчаване на използването на пазарите за растеж на малки и средни предприятия (МСП), насочено към създаването на благоприятна и стабилна нормативна рамка за подпомагане финансирането на МСП.
2. Предвид факта, че в България близо 99,8% от работещите компании са от сегмента на МСП, ИСС счита, че Предложението за Регламент на Европейския парламент и на Съвета във връзка с насърчаване на използването на пазарите за растеж на МСП е от голяма обществена значимост.
3. С приемането на Предложението за Регламента ще се допусне до търговия нова категория емитенти - МСП, които ще придобият статут на публични дружества на регулирания пазар в България, организиран и поддържан от Българската фондова борса. Като отчита обстоятелството, че към настоящия момент близо 98% от българския капиталов пазар е доминиран именно от публични компании, които попадат в категорията МСП, според ИСС е необходимо да се въведат критерии и механизми, по които тези компании ще се разграничават от компаниите, които ще бъдат допуснати до пазари за растеж на МСП.
4. В същото време обаче компании от една и съща категория МСП ще бъдат неравностойно третираны от законодателството относно обема на разкриваната информация. В този смисъл ИСС обръща внимание, че за компаниите, които към настоящия момент се търгуват на Българската фондова борса (БФБ), ще са приложими всички национални и европейски регулации, включително и тези, които за новите емитенти от пазара за растеж ще бъдат премахнати с оглед намаляване на административната тежест на същите.
5. ИСС оценява предложените промени в Регламент №596/2014 и в Регламент 2017/1129 като особено значими от гледна точка на нагласата на ЕК за създаване на условия за преодоляване на прекомерната административна тежест върху МСП както по отношение регистрирането на публични пазари или емитиране на акции и облигации, така и по отношение на обема на разкриваната информация от страна на тези емитенти пред националния компетентен орган и обществеността.

¹ Предложение за Регламент на Европейския Парламент и на Съвета за изменение на Регламенти (ЕС) № 596/2014 и (ЕС) 2017/1129 във връзка с насърчаване на използването на пазарите за растеж на МСП.

6. ИСС счита, че без извършване на промени в законодателството, регламентиращо дейността на емитентите, в частта му относно минимално изискуемата информация, предоставяна на регулаторния орган и обществеността, както и относно спазването на специфичните изисквания за сключване на сделки на голяма стойност, е налице реален риск българският капиталов пазар да бъде доминиран от компании, които попадат в категорията на МСП, притежаващи публичен статут, по отношение на които съществуват облекчени изисквания за разкриване на информация пред инвеститорите, а заварените публични компании МСП да бъдат подложени на по-рестриктивен режим.
7. ИСС споделя виждането, че предложените на европейско ниво законодателни решения ще създадат облекчени условия за МСП по отношение на достъпа им до средства от капиталовите пазари. В същото време сегашната нормативна уредба в страната, както и често извършващите се промени във връзка с дейността на публичните компании биха направили пазарите за растеж на МСП неатрактивни за голяма част от този вид предприятия в България. ИСС изразява опасения, че ако при бъдещи законодателни изменения не се въведат допълнителни критерии и механизми, които да отличават дружествата, чиито финансови инструменти са допуснати до търговия на БФБ от емитентите, които предстои да се търгуват на пазара за растеж на МСП, ще се създадат предпоставки за маргинализиране на капиталовия пазар в България и няма да се постигне целта за привличане на големи инвеститори.
8. Предложените в Регламента законодателни решения трябва да бъдат съпътствани и с редица промени в националното законодателство, които могат реално да доведат до намаляване на административната тежест и на разходите по осъществяване на публично предлагане на МСП.
9. ИСС счита, че за да бъдат атрактивни пазарите за растеж на МСП както за самите компании, така и за инвеститорите, следва да бъдат гарантирани стабилна нормативна среда, защита на правото на собственост върху придобитите активи и повишаване на доверието в капиталовия пазар в България като цяло.
10. ИСС констатира, че капиталовият пазар, който по дефиниция се разглежда като източник на финансиране и алтернатива на кредитите, все още не е достатъчно популярен и разпознаваем в България. Немалка част от компаниите у нас, вземайки решение за развитие и разрастване на бизнеса си било поради липса на информация, било поради съществуващата административна и регулаторна тежест, избягват финансирането на инвестиционните си проекти чрез капиталовия пазар. Наред с това прилагането на порочни корпоративни практики при управление на част от българските предприятия, назад във времето, съчетано с отлив на чуждестранни инвеститори, предопределя и ниския

интерес към компании, които са избрали да търсят финансиране за проектите си по този начин.

11. Проучване на ЕБВР от ноември 2017 г. показва, че българският капиталов пазар е доминиран от малък брой институционални участници на пазара (пенсионни компании чрез управляваните от тях пенсионни фондове), което е обусловено преди всичко от законодателно регламентираната чрез Кодекса за социално осигуряване (КСО) пенсионна система в страната ни. По тази причина пенсионните фондове са инвестирали значима част от набраните пенсионноосигурителни вноски именно в емитенти, търгувани на регулиран пазар, организиран и поддържан от БФБ.
12. Интересът към инвестиране във финансови инструменти, търгувани на регулирания пазар в България се определя също така и от ниските лихви по депозити на населението в банки. Въпреки това ИСС отчита факта, че мнозинството от населението предпочита да инвестира свободните си парични средства в банкови депозити.² Същевременно все още се наблюдава въздържане от инвестиции във финансови инструменти от страна на индивидуални инвеститори поради големия спад на борсовия пазар след финансовата криза през 2008 г.³
13. Данните по недвусмислен начин показват както ниската ликвидност на капиталовия пазар в България, така и ниския инвестиционен интерес към финансови инструменти от страна на населението. В тази връзка ИСС с тревога отбелязва, че всичко това ограничава възможностите за финансиране на големи проекти чрез капиталовия пазар и се дължи на няколко основни причини:
 - 13.1. Наличие на компании, чиито финансови инструменти са допуснати до търговия на регулиран пазар принудително по линия на масовата приватизация. Фактите сочат, че мениджмънтът на тези компании няма виждане за публичност и прозрачност, поради което не е мотивиран да прилага добри корпоративни практики. Същевременно някои от тези компании не провеждат регулярно годишни общи събрания на акционерите, не оповестяват своите финансови отчети, както и не предлагат на акционерите си разпределение на дивидент. Това според ИСС до голяма степен води до липса на доверие сред инвеститорите и до тяхното нежелание да инвестират.

² По данни на БНБ общият размер на депозитите продължава да се повишава, като през месец август е достигнал нива от 76 млрд. лв.

<http://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StDepositsAndCredits/StDCQuarterlyData/index.htm>,

³ По данни от „БФБ“ АД оборотът за деветмесечието на 2018 г. е достигнал 370 млн. лв. при спад от 25% на годишна база. Общата пазарна капитализация на търгуваните на БФБ компании през 2018 г. е под 10 млрд. лв.

- 13.2. Липса на предлагане – най-големите компании в България не са листнати на БФБ.
- 13.3. Липса на финансова грамотност на голяма част от активното население в България. ИСС с тревога констатира, че в условията на цифровизация на услугите на голяма част от активното население в България не се предоставя информация или обучение относно ползите от инвестиране на капиталовия пазар, с изключение на кампаниите на някои неправителствени организации в страната.
- 13.4. Високи транзакционни разходи при процедури по наследяване, както и допълнителна усложненост на тези процедури. Масови са случаите, при които притежателите на финансови инструменти, придобити по линия на масовата приватизация, вече не са между живите, а техните наследници са принудени да заплащат изключително високи такси на инвестиционни посредници (ИП), Централния депозитар (ЦД) и нотариуси, за да наследят притежаваните от техните наследодатели ценни книжа.⁴ Това демотивира хората да пристъпят към процедури по наследяване и съответно ценните книжа на техните наследодатели остават „спящи акции“ и негодни за търговия.
- 13.5. Постоянно променяща се регулаторна рамка по отношение дейността на бизнеса⁵, както и дейността на участниците на капиталовия пазар, включително въвеждането на нови изисквания от страна на компетентни държавни органи и структури, ангажирани с развитието на капиталовия пазар.
14. ИСС обръща внимание на една особеност на българския капиталов пазар – съществуващия от години проблем, наречен „спящи акции“⁶, които представляват 26% от акциите на публичните дружества и определен процент от вече делишваните компании. Проблемът със „спящите“ акции всъщност е проблем на неактивните сметки, произтичащ от незаинтересованите им

⁴ В масовия случай срещу активи от 25 лв. (стойността на акциите от една бонова книжка) наследниците трябва да платят такси в размер на 100 лв.

⁵ Вж. позицията на АИКБ, изпратена до Националния статистически институт (НСИ), във връзка със съгласуването на формулярите на годишните отчети за дейността на физическите и юридическите лица през 2018 г., които българските предприятия са длъжни да подават в НСИ, изх. № 323/16.08.2018 г., достъпна на интернет страницата на асоциацията - <http://bica-bg.org>

⁶ Това са ценни книжа с номинална стойност около 2 - 3 млрд. лв., собственост на близо 2,5 млн. акционери, държани в лични сметки в регистър „А“. Около 60% от тези сметки съдържат по 25 акции от бивш приватизационен фонд, останалите са с 50 до 100 акции и се отнасят до случаите, в които членовете на семейството са се възползвали от правото си да прехвърлят инвестиционните си бонове на друг роднина. Част от сметките съдържат и безплатни акции, които работниците и служителите в държавните навремето предприятия получават въз основа на трудовия си стаж в предприятието. – http://journal.ue-varna.bg/uploads/20181023104323_15642859565bcefb4b58ba4.pdf; <https://www.bia-bg.com/service/view/21963/>

собственици, които в масовия случай поради липса на информационна кампания, насочена към публиката, тези лица не притежават необходимите знания, а в някои случаи и воля да управляват придобитата в процеса на масовата приватизация собственост. Според изчисленията на ЦД неактивните сметки често формират до 30% от собствеността на някои холдингови структури. Масово собствениците на такива акции не са участвали в общи събрания на акционерите на дружествата и не са получавали дивидент.

14.1. Според ИСС държавата в лицето на заинтересованите институции трябва да намери решение на този проблем чрез необходимите промени в нормативната база, за да се „събудят“ активи в значителен за нашия капиталов пазар размер. ИСС приветства мерките, заложи в приетата от Съвета за развитие на капиталовия пазар Стратегия за развитието на капиталовия пазар, която предвижда намаляване на административната тежест, отпадане на такси и комисиони и информационна кампания, насочена към притежателите на акции от масовата приватизация. Същевременно следва да се отчита, че заложените в посочената стратегия цели и по-конкретно намаляването на административната тежест в някои случаи остават практически неосъществими при предложения за промяна на нормативни актове, засягащи дейността на публичните дружества.⁷

14.2. ИСС обръща внимание, че анонсираният начин за решаване на проблема със „спящите акции“, както и начинът за съхранение на финансови инструменти, придобити на капиталовия пазар в България, може да се отразят негативно на сигурността на собствеността, на инвеститорската активност и като цяло – на развитието на капиталовия пазар у нас.

15. Същевременно, анализирайки развитието на капиталовия пазар, ИСС счита за важно да се посочат и някои положителни тенденции, които биха могли да повлияят на решението на МСП да финансират проекти на капиталовия пазар. Това са развитието на добри корпоративни практики и като цяло повишаването

⁷ Като конкретен пример в това отношение може да се посочи публикуваният на интернет страницата на Комисията за финансов надзор, в раздел „Обществени консултации“ - <http://www.fsc.bg/bg/normativnaredba/obshtestveni-konsultatsii/>, проект на наредба за изменение и допълнение на Наредба № 22 от 29.07.2005 г. за условията и реда за вписване и отписване на публични дружества, други емитенти на ценни книжа и емисии ценни книжа в регистъра на Комисията за финансов надзор, където от страна на дружества, които имат качеството на поднадзорни на КФН лица, се изисква представянето на документи, които вече са били представени на административния орган. Същевременно в ДР на Наредбата, се предлага създаването на нова ал. 5, която посочва, че дружеството може да не предоставя изискуеми документи, които вече са предоставени на комисията или обявени в търговския регистър. Използването на термина „може“ влиза в противоречие с разпоредбата на чл. 31, ал. 6 от Административно-процесуалния кодекс (АПК) във връзка с чл. 5а, ал. 1 от Закона за администрацията, във връзка с чл. 11 от Наредбата за административното обслужване. В раздел II „Служебно начало“, чл. 11 от цитираната наредба, е предвидено, че „администрациите са длъжни служебно да осигуряват всички издавани от тях документи, необходими за предоставяната от тях административна услуга“. В този смисъл напълно ирелевантно и необосновано е представянето, съответно непредставянето на определени документи, с които държавната администрация разполага и противоречи на основополагащ принцип в административното производство – процесуална икономия

на нивото на корпоративното управление на публично търгуемите компании в България. Трябва да се подчертае, че голяма част от активно търгуваните компании се стремят да осъществяват дейността си именно в съответствие със следните принципи:

- защита правата на всички акционери в публичното дружество, без значение от притежаваното дялово участие;
- осигуряване на справедливо третиране на всички акционери, независимо от броя на акциите, притежавани от тях;
- признаване на правата на заинтересованите страни и насърчаване сътрудничеството между дружеството и заинтересованите страни;
- осигуряване на своевременно и точно разкриване на информация по всички въпроси, свързани с дружеството, включително и финансовото състояние, резултатите, собствеността и управлението на дружеството;
- подпомагане на стратегическото управление на дружеството, контрола върху дейността на Съвета на директорите и отчетността му пред дружеството и акционерите;
- управление на дружествата чрез осигуряване на баланс между интересите на отделните акционери, независимо от броя на притежаваните от тях акции.

15.1. ИСС отбелязва, че точното спазване на тези принципи от страна на компаниите, които към настоящия момент се търгуват на БФБ, очертава предпочитаемост към емитираните от тях финансови инструменти на фона на ниските лихви по банкови депозити, повишава инвестиционната активност и като цяло оказва положителен ефект върху икономиката. Тези положителни тенденции, които намират отражение в Националния кодекс за корпоративно управление, през последните години допринасят за връщането на доверието на инвеститорите в капиталовия пазар в България.

ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА И ОЧАКВАНО ВЪЗДЕЙСТВИЕ НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО ЗА РЕГЛАМЕНТ

16. ИСС отново отбелязва, че в България 99,8% от работещите компании са от сегмента на малките и средните предприятия, а 75% (в Европа около 70%) от работните места се предоставят именно от такива фирми. С ясната оценка за ефекта върху икономиката на България от страна на тези компании ИСС подчертава, че от изключително значение е създаването на благоприятна институционална и правна рамка, съобразена с икономическите условия и степента на зрелост на икономическите и обществените отношения в страната.

17. ИСС обръща внимание, че в публикуваната оценка на въздействието към предложението за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Регламенти (ЕС) № 596/2014 и (ЕС) 2017/1129 във връзка с

насърчаване на използването на пазарите за растеж на МСП се посочва, че предприетата инициатива за стимулиране и насърчаване на използването на пазари за растеж на МСП е „в основата на работната програма за Съюза за капиталовите пазари (СКП) и има за цел да улесни достъпа на МСП до публичните капиталови пазари. По-конкретно, тя цели да преодолее прекомерната административна тежест върху МСП при регистриране на публични пазари или емитиране на акции и облигации и да повиши нивото на ликвидност на пазарите за растеж на МСП (нова категория многостранни системи за търговия, въведена с Директива II относно пазарите на финансови инструменти 2014/65/ЕС – ДПФИ II)“.⁸

18. Като мотив за предприеманите действия се посочва също, че правилата на ЕС понастоящем предвиждат само няколко облекчения за емитентите на пазарите за растеж на МСП и налагат несъразмерно високи разходи за тях, като това важи особено при универсалния подход, който се прилага съгласно Регламента относно пазарната злоупотреба 596/2014 (РПЗ). С оглед реализиране на целта за насърчаване и стимулиране на пазарите за растеж на МСП е отчетено съществуването на редица разходи, които намаляват относителната привлекателност на публичното емитиране на капиталови или дългови инструменти. Взето е под внимание обстоятелството, че текущото определение за МСП, които емитират дългови инструменти (за целите на пазарите за растеж на МСП), и изискването те да изготвят шестмесечни доклади създават значителни пречки за операторите и възпрепятстват МСП, емитиращи дългови инструменти, да се възползват от вече съществуващите облекчения, както и от тези, предвидени в настоящата инициатива.
19. Относно икономическия ефект от предлагания подход за приемане на Предложението за Регламент се посочва, че поради факта, че държавите членки не могат да адаптират Директивата относно пазарите на финансови инструменти, Регламента относно пазарната злоупотреба и Регламента за проспектите 2017/1129 съобразно местните условия, е абсолютно необходимо предприемането на законодателно действие на равнище ЕС, за да се намали административната тежест върху емитентите на пазарите за растеж на МСП, произтичаща от тези актове на ЕС.
20. По отношение на регулаторните пречки, които затрудняват осигуряването на ликвидност, обосновката за намесата на ЕС е различна. Държавите членки могат да утвърдят приета пазарна практика (ППП) относно договорите за осигуряване на ликвидност, но само четири държави са го направили. Според ИСС това

⁸ SWD(2018) 244 final, Работен документ на службите на комисията - обобщена оценка на въздействието, придружаващ Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Регламенти (ЕС) № 596/2014 и (ЕС) 2017/1129 във връзка с насърчаване на използването на пазарите за растеж на МСП.

означава, че в много държави членки потенциалните емитенти, каквито са МСП, са лишени от правото да сключват договори за осигуряване на ликвидност, което от своя страна води до разпокъсване на единния пазар и до нарушаване на конкуренцията между емитентите, имащи право да сключат договор за осигуряване на ликвидност (като по този начин си осигуряват ликвидност, намаляват цената на капитала и пр.), и тези, които нямат тази възможност.

21. ИСС изразява загриженост, че ограничената търговия поради недостатъчния свободно търгуван обем на акциите може да доведе до отрицателна представа сред инвеститорите относно ликвидността на ценните книжа, които се котираат на пазарите за растеж на МСП, и би могла да накърни доверието и привлекателността на тези новосъздадени места за търговия.
22. ИСС споделя виждането на ЕК, че възможните варианти при определянето на подходяща политика по насърчаване използването на пазарите за растеж на МСП, както и за повишаване на тяхната ефективност и ефикасност са:
 - намаляване на разходите за спазване на нормативната уредба за емитентите на пазарите за растеж на МСП;
 - увеличаване на ликвидността на пазарите за растеж на МСП;
 - поддържане на високо ниво на защита на инвеститорите и целостта на пазара.
23. Предложените в Регламента нормативни изменения са избрани въз основа на възможността ефективно да подобрят ликвидността, като същевременно запазят достатъчна гъвкавост, за да бъдат пригодени към местната пазарна среда. Според ЕК това би трябвало да спомогне за подобряване на тяхната ефективност. Анализът показва, че най-добрият подход би бил да се въведе европейски режим за избор за участие в договорите за осигуряване на ликвидност и да се даде право на пазарите за растеж на МСП да прилагат минимални изисквания за свободно търгуван обем на акциите без допълнителни спецификации.
24. Същевременно предпочитаните мерки по отношение на намаляването на разходите за спазване на нормативната уредба от страна на МСП са избрани в зависимост от възможността да се понижат разходите, като същевременно се поддържа висока степен на пазарна цялост. В резултат на извършения анализ на вариантите са предложени технически изменения, които предоставят ограничен брой облекчения по отношение на обхвата, задължителния срок за разкриване на информация и задълженията за водене на документация, произтичащи по-специално от РПЗ. Също така е взето решение да се даде възможност на МСП да използват опростен „проспект за прехвърляне“, когато се прехвърлят от пазар за растеж на МСП към регулиран пазар („основен пазар“).

НОРМАТИВНА РАМКА ЗА МСП И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ЗА НЕЙНОТО УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ

25. ИСС отбелязва, че след приемането на Република България за член на ЕС, българското законодателство следва да се тълкува от националните съдебни и административни органи в контекста на правото на ЕС.
26. Също така ИСС подчертава, че при разработването на стратегии за развитие на МСП и допускането им до регулиран пазар трябва да се отчете наличието на три дефиниции на МСП в европейското законодателство, като всяка от тях, в зависимост от целта, въвежда различни количествени показатели, на които следва да отговарят тези предприятия.
27. На първо място в Препоръка № 2003/361/ЕО на ЕК от 6 май 2003 г. относно дефиницията на микропредприятията, малките и средните предприятия⁹ се въвеждат критериите за определяне на това дали дадено дружество е микро-, малко или средно предприятие. Въз основа на тези различни категории дадено дружество може да кандидатства за участие в европейските и националните програми за финансова помощ и подкрепа. В чл. 2 към приложението на Препоръката се посочва, че „Категорията на микропредприятията, на малките и на средните предприятия се състои от предприятия, в които работят по-малко от 250 души и които имат годишен оборот, ненадвишаващ 50 милиона евро, и/или годишен баланс, който общо не надвишава 43 милиона евро“.
28. Относно правната сила на цитирания документ ИСС обръща внимание, че препоръката е акт без юридическа сила, защото не поражда права и задължения за адресатите, но има съществено значение за общността като цяло, тъй като целта ѝ е да предложи на държавите членки или да им даде указания да възприемат в националните си законодателства определено поведение, което представлява по-скоро продължение на политиката на ЕС по унифициране на правилата за правене на бизнес. На национално ниво критериите, по които се отличават МСП, са отразени в чл. 3 от Закона за малките и средните предприятия (ЗМСП).
29. На следващо място ИСС обръща внимание на Директива 2013/34/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 г. относно годишните финансови отчети, консолидираните финансови отчети и свързаните доклади на някои видове предприятия и за изменение на Директива 2006/43/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и за отмяна на Директиви 78/660/ЕИО и

⁹ нотифицирана под номер C(2003) 1422 (ОВ L 124, 20.5.2003 г.)

83/349/ЕИО. На национално ниво заложените в посочения документ критерии са транспонирани в чл. 19, ал. 3 и ал. 4 от Закона за счетоводството, съгласно който:

- Микропредприятия са предприятия, които към 31 декември на текущия отчетен период не надвишават най-малко два от следните показатели:
 - 1) балансова стойност на активите – 700 000 лв.;
 - 2) нетни приходи от продажби – 1 400 000 лв.;
 - 3) средна численост на персонала за отчетния период – 10 души.
 - Малки предприятия са предприятия, които към 31 декември на текущия отчетен период не надвишават най-малко два от следните показатели:
 - 1) балансова стойност на активите – 8 000 000 лв.;
 - 2) нетни приходи от продажби – 16 000 000 лв.;
 - 3) средна численост на персонала за отчетния период – 50 души.
 - Средни предприятия са предприятия, които не са малки предприятия и които към 31 декември на текущия отчетен период не надвишават най-малко два от следните показатели:
 - 1) балансова стойност на активите – 38 000 000 лв.;
 - 2) нетни приходи от продажби – 76 000 000 лв.;
 - 3) средна численост на персонала за отчетния период – 250 души.
 - Големи предприятия са предприятия, които към 31 декември на текущия отчетен период надвишават най-малко два от следните показатели:
 - 1) балансова стойност на активите – 38 000 000 лв.;
 - 2) нетни приходи от продажби – 76 000 000 лв.;
 - 3) средна численост на персонала за отчетния период – 250 души.
30. На трето място е Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 г. относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС. На национално ниво критериите, по които следва да се отличават МСП - емитенти, са транспонирани в Закона за пазарите на финансови инструменти.
31. ИСС обръща внимание, че в Предложението за Регламент се ползва дефиницията на тези предприятия, съгласно цитираната Директива 2014/65/ЕС, в чл. 4, §13 на която се казва, че: „малки и средни предприятия“, за целите на настоящата директива означава дружества, чиято средна пазарна капитализация не надхвърля 200 млн. евро, въз основа на котировките към края на годината за трите предходни календарни години“. Поради това ИСС счита за необходимо да се обърне много сериозно внимание на някои особености на капиталовия пазар в България, които биха го квалифицирали като „Пазар за растеж“ като цяло.
32. Отчитайки развитието на българския капиталов пазар, както и направения анализ на пазарната капитализация на емитентите, чиито финансови инструменти са допуснати до търговия на регулиран пазар, организиран и

поддържан от Българската фондова борса, е видно, че над 98% от компаниите, търгувани понастоящем на БФБ, са с пазарна капитализация значително под 200 млн. евро.

33. Следва да се има предвид, че е анализирана пазарната капитализация на публични компании, чиито финансови инструменти са допуснати до търговия към 31.12.2017 г., 31.12.2016 г. и 31.12.2015 г. Според статистиката на БФБ за пазарната капитализация към 31.12.2017 г. само три дружества, чиито акции са допуснати до търговия на регулиран пазар, са с пазарна капитализация над 200 млн. евро.¹⁰
34. ИСС отново обръща внимание, че на база на цитираните по-горе данни и приложението на дефиницията на МСП¹¹ може да се направи извод, че над 98% от компаниите, допуснати до търговия на регулиран пазар в България, попадат в категорията на МСП. Според ИСС, в случай че в Предложението за Регламент безусловно бъде приета тази дефиниция на МСП, без в националното законодателство да бъдат предвидени други критерии и механизми, по които допуснатите до пазар за растеж на МСП да бъдат ясно отграничени от емитентите, придобили публичен статут, капиталовият пазар в България ще бъде изправен пред реален риск да бъде определен като „Пазар за растеж“. В тази връзка ИСС логично поставя въпроса, след като се предвиждат определени облекчения за компаниите, търгуващи се на пазари за растеж, защо българският капиталов пазар остава свръхрегулиран и ежегодно се повишават изискванията за разкриване на информация и нормативно съответствие на публичните компании в България.
35. Според ИСС при сегашните условия основни пречки за реализацията на целта капиталовият пазар в България да бъде достъпен за МСП са съществуващите дефиниции на МСП на европейско ниво, всяка една от които за различни цели и чрез различни критерии очертава адресатите на мерките. Това обстоятелство, съобразено с икономическите условия в България, няма да спомогне за развитието на МСП и за финансирането им чрез капиталовия пазар, тъй като, ако в Предложението за Регламент се приеме реципрочно дефиницията на МСП, съгласно Директива 2014/65/ЕС, на национално ниво ще е налице пълна липса на диференциация (разграничаване) на условията, на които следва да отговарят емитентите, чиито акции понастоящем са допуснати или предстои да бъдат

¹⁰ Това са: „Кепитъл Косепт Лимитед“ АД - с 12,9 млрд. лв., „Първа Инвестиционна Банка“ АД – с 622 млн. лв., и „Софарма“ АД – с 577 млн. лв. пазарна капитализация. Към 31.12.2016 г. статистиката на борсовия оператор сочи, че „Софарма“ АД е с пазарна капитализация в размер на 401,7 млн. лв. „Химимпорт“ АД – 400,2 млн. лв., и „Чайка фарма Висококачествените Лекарства“ АД – 394,5 млн. лв. Към 31.12.2015 г. пазарната капитализация по дружества е, както следва: „Софарма“ АД – 450 млн. лв., „Булгартабак-Холдинг“ АД – 331 млн. лв., и „Монбат“ АД – 323 млн. лв.

¹¹ съгласно Директива 2014/65/ЕС на Европейския Парламент и на Съвета от 15 май 2014 г. относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС

допуснати до търговия на регулиран пазар, с финансовите инструменти, които ще бъдат допуснати до пазар за растеж на МСП.

36. В тази връзка ИСС счита, че преодоляването на посочените по-горе проблеми може да се осъществи по два начина:

- стартиране на процедура за изменение на дефиницията на МСП и съобразяването ѝ със степента на развитие на българския капиталов пазар или
- промяна в Правилника на БФБ в частта относно изискванията, на които следва да отговарят емитентите за допускане до търговия на регулиран пазар на емисии финансови инструменти, които се търгуват или ще се търгуват на основен пазар и алтернативен пазар¹², и въвеждане на допълнителни критерии за МСП, които да обхванат предприятията, чиито финансови инструменти ще се търгуват на отделен сегмент на БФБ - пазар за растеж на МСП.

37. Същевременно ИСС отбелязва, че с цел осигуряване на по-добри условия за функциониране на МСП и стимулиране на желанието им да търсят финансиране от капиталовите пазари следва да бъдат предприети няколко стъпки, които в своята цялост биха спомогнали за прилагането на разпоредбите на Регламента и не биха обезсмислили неговото съществуване в България, а именно:

37.1. Промяна на дефиницията за МСП, въз основа на която се прави преценката дали компаниите имат достъп до финансиране от европейските фондове, до по-евтини кредити и до редица административни облекчения.

37.2. Въвеждане на законово задължение – както в ЕС, така и в България, за спазване на принципите „мисли първо за малките“, „само веднъж“ и на принципа на мълчаливото съгласие.

37.3. Провеждане на тест за пригодност към нуждите на МСП на всички предлагани от националното правителство законодателни промени. В тази връзка ИСС отбелязва, че в някои случаи, където е възможно, разпоредбите на национално ниво и тези на ЕС трябва да бъдат опростени. При спазването на този принцип малките предприятия биха могли да бъдат изключени от определени законови задължения.

37.4. По-добро законодателство и регулиране – необходимо е да бъде направен анализ на националното законодателство, уреждащо правата и задълженията на всеки един от участниците в капиталовия пазар в светлината на добрите практики и при спазване на принципа „мисли първо за малките“.

¹² Двата пазара, организирани съгласно част III „Правила за допускане до търговия“, чл. 3 от Правилника на БФБ.

38. ИСС счита, че при съществуващата правна рамка в България достъпът на МСП до капиталовия пазар ще бъде свързан с твърде много задължения, които водят до реализирането на разходи за всяко предприятие, което има намерение да получи достъп до финансиране чрез капиталовите пазари. Високите разходи за спазване и привеждане на дейността на МСП в съответствие с императивни разпоредби на националното законодателство, както и необходимото време и ресурси за справяне с регулаторната тежест могат също да окажат негативно влияние при формиране на желанието на мениджмънта и на собствениците на компаниите да търсят финансиране чрез капиталовите пазари.
39. ИСС констатира, че в националното законодателство, уреждащо дейността на компаниите, чиито ценни книжа се търгуват на БФБ, е предвидено, че до търговия на регулиран пазар се допускат единствено акции, които са безналични и регистрирани по сметки, водени от ЦД. Така набирането на капитал чрез фондовата борса за малко предприятие става обременително и скъпо начинание, което би могло да окаже негативно влияние при вземането на решение за допускане на емисията на регулиран пазар.
40. Анализът на националното законодателство, регламентиращо дейността на компаниите, чиито ценни книжа се търгуват на регулиран пазар, показва, че са налице редица разпоредби (като например разпоредбите на чл. 114, ал. 1 и следващите в Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК), които са включени в него с цел обхващане и предотвратяване на порочни практики в процеса по осъществяване на масовата приватизация в България.
41. Същевременно ИСС обръща внимание върху сравнително честите законодателни промени, които към настоящия момент вместо да предотвратят или ограничат „източването“ на компаниите пораждаат неясноти и объркване в начина, по който тези разпоредби следва да бъдат прилагани. ИСС счита, че това от своя страна влиза в известно противоречие с установяването на предвидими, консистентни и непротиворечиви правила по отношение на регулирането на българския капиталов пазар, което е една от функциите на националния компетентен орган - Комисията за финансов надзор (КФН).
42. Също така в редица случаи се наблюдава излишно натоварване на компаниите, допуснати до търговия на регулиран пазар със специфичния разрешителен режим за сключване на сделки (режима по чл. 114, ал. 1 и следващите от ЗППЦК), което допринася за блокиране на тяхната оперативна дейност за дълъг период, докато не бъде прието надлежно решение на Общото събрание на акционерите. В тази връзка изключително дългите срокове и оперативното забавяне по определени сделки с оглед спазване на процедурата, описана в националния закон, регулиращ дейността на публичните компании, водят до невъзможност за тяхното сключване, включително и до отпадането на икономическия интерес както от страна дружеството, така и от страна на неговите контрагенти.

43. Според ИСС е необходимо да се посочи, че всеки сериозен инвеститор базира преценката си на това дали да инвестира в определена държава членка след надлежно проучване на регулаторната среда в различни държави - членки на ЕС, в това число и на съответните национални практики при инвестирането в ценни книжа, търгувани на регулирани пазари в ЕС. Извършването на предварително проучване на националната и административна рамка, определяща дейността на емитентите, е част от цялостния процес на вземане на обосновано инвестиционно решение за инвестирането в конкретна държава членка.
44. В тази връзка ИСС обръща внимание, че често променящата се нормативна база, както и постоянно нарастващите изисквания относно съдържанието на представяната на КФН и на обществеността информация представляват допълнителна бариера за реализиране на намеренията на компании да привличат капитал чрез фондовата борса.
45. Отчитайки факта, че предприетата инициатива за насърчаване използването на пазарите за растеж на МСП е насочена към предприятия, чиято капитализация е под 200 млн. евро, ИСС за пореден път подчертава, че над 98% от предприятията, които понастоящем са допуснати до търговия на регулиран пазар, отговарят на заложените количествени критерии, респективно същите ще станат адресат на тези мерки. В този контекст ИСС счита, че на национално ниво следва изискванията към компаниите, търгувани на регулирания /основния/ пазар, да се сведат до минимално изискуемите от съответните директиви и регламенти, както и да бъдат въведени други критерии, които ще отличават емитентите, чиито финансови инструменти са допуснати до търговия на регулиран пазар и които са публични дружества, от емитентите, които ще бъдат допуснати до пазар за растеж на МСП.
46. Според ИСС допълнителна пречка за достъп на МСП до капитал на фондовата борса представлява изискването, което е специфично от страна на националното законодателство и не представлява изпълнение на ангажимент на България за спазване на европейското законодателство. Това е изискването на разпоредбите на глава V „Независим финансов одит“ от Закона за счетоводството и по-конкретно в разпоредбата на чл. 37, ал. 1 от същия закон. Съгласно цитираната разпоредба на независим финансов одит от регистриран одитор подлежат годишните и консолидираните финансови отчети освен на средните и големи предприятия и на малките предприятия, които към 31 декември на текущия отчетен период надвишават най-малко два от следните показатели:
- балансова стойност на активите - 2 000 000 лв.;
 - нетни приходи от продажби - 4 000 000 лв.;
 - средна численост на персонала за отчетния период - 50 души, като за предприятията, които са акционерни дружества или участват в консолидация,

праговете са още по-ниски: 10 души, 700 000 лв. балансова стойност на активите, 1 400 000 лв. нетни приходи от продажби.

47. За ИСС настоящата редакция на цитираната разпоредба увеличава ненужно административната и финансовата тежест върху малките предприятия в България /над 10 пъти по-рестриктивни прагове/, като ги натоварва с ненужни разходи по одитиране на финансовите им отчети.
48. Според ИСС начинът, по който ще бъде решен въпросът със задължителния одит на малките предприятия, е в пряка зависимост от стремежа им да насочат усилията си към развитие на своя бизнес в България или към намиране на нови пазари, както и от желанието им да наберат капитал чрез фондовата борса за финансиране на текущите си инвестиционни проекти. Ето защо нормативна промяна в чл. 37, ал. 1 от ЗСч също би могла да окаже положително въздействие по отношение на бъдещото развитие на малките предприятия и освобождаването им от ненужни разходи, които не им носят добавена стойност, и в същото време да насочи усилията към намиране на достъпни финансови средства.

НЯКОИ ПРЕПОРЪКИ ПО ОТНОШЕНИЕ НА ПРЕДЛОЖЕНИТЕ ИЗМЕНЕНИЯ В РЕГЛАМЕНТ (ЕС) № 596/2014 И В РЕГЛАМЕНТ (ЕС) № 2017/1129

49. ИСС изразява принципна подкрепа за предложеното освобождаване от режима относно пазарното проучване за договаряни само между институционални инвеститори частни емисии облигации, когато е налице алтернативна процедура за допускане до защитена информация, тъй като по този начин се намалява административната тежест за емитентите.
50. В тази връзка ИСС счита, че намаляването на административната тежест и облекчаването на процедурите за МСП за достъпа им до търговия на регулиран пазар, организиран и поддържан от БФБ, създават благоприятна среда за достъп на МСП до външно финансиране.
51. ИСС подкрепя предложеното изменение във връзка с отлагането на разкриването на вътрешна информация за емитентите на пазарите за растеж на МСП, при положение че емитентите и занапред ще имат задължение да уведомяват за такова отлагане съответния национален компетентен орган, като са длъжни да му предоставят обяснения за причините за отлагане на разкриването на вътрешна информация само при поискване на компетентния орган.
52. ИСС отбелязва, че съгласно Предложението за Регламент се предвижда отпадане на задължението на емитентите за текущо водене на списък с подробна информация с цел обосновка на отлагането.

53. В тази връзка ИСС предлага да се прецизира или да отпадне текстът, който предвижда, че „обосновка ще се изготвя впоследствие и когато при емитента постъпи искане от националния компетентен орган“. Доколкото е предоставена оперативната самостоятелност - възможност компетентният орган да поиска по своя преценка обосновка за отлагане разкриването на вътрешна информация, следва да бъдат изброени изчерпателно случаите на искане на такава обосновка. Това според ИСС би ограничило възможността за административния произвол, като се избегнат случаите на неравнопоставено третиране от страна на националния компетентен орган на напълно равностойни стопански субекти.
54. В последните години в тази насока се наблюдава противоречиво прилагане на законови разпоредби от страна на КФН по отношение на различни стопански субекти при наличие на идентични правни ситуации. Затова ИСС счита, че ако изискването на обосновка при отлагане на разкриването на вътрешна информация се прави само при поискване (без необходимост от водене на списък на оповестената информация), то би се намалила административната тежест върху емитентите на пазарите за растеж на МСП чрез освобождаване от задължението за водене на дълъг списък с информация.
55. ИСС отбелязва, че съгласно Регламента относно пазарната злоупотреба (член 18, параграф 6) от емитентите на пазарите за растеж на МСП не се изисква да поддържат текущи списъци на лицата с достъп до вътрешна информация, при условие че емитентът предприема всички необходими стъпки, за да гарантира, че всяко лице с достъп до вътрешна информация потвърждава, че е наясно с произтичащите правни и регулаторни задължения и с приложимите санкции и че емитентът е в състояние да предостави на националния компетентен орган списък на лицата с достъп до вътрешна информация при поискване.
56. Според ИСС следва да бъдат предвидени ясни критерии, при наличието на които националният компетентен орган ще изисква предоставянето на списък с лицата с достъп до вътрешна информация. Освен това следва да се посочат изрично и необходими действия от страна на емитента, които да гарантират, че всяко лице с достъп до вътрешна информация е наясно със съответните правни и регулаторни задължения и санкции, произтичащи от изискванията на Регламента.
57. Също така Предложението за Регламент предвижда да се замени сегашното облекчение, заложено в Регламента относно пазарната злоупотреба за емитентите на пазарите за растеж на МСП, с по-малко обременителния „списък на лицата с постоянен достъп до вътрешна информация“. За ИСС той ще бъде по-лесен за изготвяне от МСП, като същевременно ще допринесе за извършване на разследванията от националния компетентен орган на случаите на злоупотреба с вътрешна информация.

58. Същевременно този списък на „лицата с постоянен достъп до вътрешна информация“ включва всички лица, които имат редовен достъп до такава, свързана с този емитент, поради функцията, която изпълняват при емитента (като членове на административни, управителни и надзорни органи), или длъжността, която заемат (ръководни кадри, които имат право да вземат управленски решения, засягащи бъдещото развитие и перспективите за бизнеса на емитента и административните служители с редовен достъп до вътрешна информация). Това облекчение ще се предоставя единствено на емитентите на пазарите за растеж на МСП, без да се засягат задълженията на лицата, действащи от тяхно име или за тяхна сметка (като счетоводители, адвокати, рейтингови агенции, др.), да изготвят, актуализират и при поискване да предоставят на националния компетентен орган свои собствени списъци на лицата с достъп до вътрешна информация в съответствие с член 18, параграфи 1 - 5.
59. ИСС изразява подкрепа и за предложеното облекчение относно воденето от емитентите на пазари за растеж на МСП само на „списък на лицата с постоянен достъп до вътрешна информация“. За разлика от досегашната уредба в Регламент 596/2014 г. това предложение би намалило административната тежест и би предотвратило напълно извършването на ненужни разходи относно изискването на чл. 18, параграф 6 от Регламент 596/2014 г.
60. ИСС счита за ненужна предложената редакция на чл. 18, пар. 6 в частта, относно задължението на лицата, действащи от името на емитента или за негова сметка (като одитори, счетоводители, адвокати, рейтингови агенции и консултанти.), да изготвят, актуализират и при поискване да предоставят на националния компетентен орган свои собствени списъци на лицата с достъп до вътрешна информация в съответствие с чл. 18, параграфи 1 - 5, поради факта, че Регламентът въвежда задължения за лица, които са външни спрямо емитента, не са поднадзорни на националния компетентен орган – КФН, и които поради естеството на извършваните от тях услуги по външен одит и консултации ще бъдат длъжни да изготвят и представят списъци на този орган.
61. Според ИСС задължението за водене на списък на „лицата с постоянен достъп до вътрешна информация“ ще увеличи административната тежест върху емитентите, като по този начин ще се добавят допълнителни разходи за изготвяне на „ad hoc“ списък на лица с достъп до вътрешна информация за всяка част от тази информация.
62. ИСС подкрепя също облекчаването на административната тежест за емитентите, чиито ценни книжа са допуснати на пазари за растеж на МСП, чрез предоставяне на достатъчно време за спазване на задължението им за публично оповестяване на сделките на лицата, заемащи ръководни постове в тях. Съгласно настоящия регламент лицата, които изпълняват ръководни функции при емитенти на пазари

за растеж на МСП, както и тясно свързаните с тях лица, трябва да уведомят емитента и националния компетентен орган за сделките в рамките на три работни дни. Според предлаганото допълнение след такова уведомление емитентът ще разполага с още два дни за публично оповестяване на информацията, което представлява един достатъчен срок за спазване на разпоредбите.

63. ИСС подчертава, че с предложените изменения на Регламент № 2017/1120 се създава възможност МСП, които желаят да прехвърлят емисията си за търговия на регулиран пазар, да изготвят опростен „проспект за прехвърляне“ (въз основа на опростения проспект за вторични емисии, предвиден в Регламента относно проспектите) за дружества, регистрирани на пазар за растеж на МСП, за период най-малко от три години от допускането им за търговия на този пазар. Емитентите на пазарите за растеж на МСП са обект на текущи изисквания за оповестяване съгласно Регламента относно пазарната злоупотреба и правилата за операторите на пазарите за растеж на МСП, съгласно изискванията на Директива 2014/65/ЕС (MIFID II). Такъв проспект е допустим, когато емитентите на пазарите за растеж на МСП желаят допускане на търгуване на ценните им книжа на регулиран пазар или допускане и ново предлагане на ценни книжа на регулиран пазар.
64. Затова ИСС изразява принципна подкрепа за предоставената възможност МСП да прилагат опростен режим на оповестяване за допускане до регулиран пазар, предвиден в чл. 14 от Регламент (ЕС) 2017/1129, при условие че тези дружества вече са допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП за период от най-малко три години.
65. В заключение ИСС смята, че са необходими съществени подобрения на законовите норми, които да подкрепят развитието на МСП в България и да кореспондират с европейския принцип „мисли първо за малките“, но от друга страна, разпоредбите трябва да гарантират принципите на равнопоставеност на субектите на тези пазари, на прозрачност и на защита на частната собственост.

(п)

проф. д-р Л. Дулевски

ПРЕДСЕДАТЕЛ НА ИКОНОМИЧЕСКИ И СОЦИАЛЕН СЪВЕТ