



ЕВРОПЕЙСКА КОМИСИЯ

Брюксел, 7.12.2011  
SEC(2011) 1516 окончателен

**РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА**

**ОБОБЩЕНА ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО**

*придружаваща*

**Предложение за  
РЕГЛАМЕНТ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА**

**относно европейските фондове за рисков капитал**

{COM(2011) 860 окончателен}  
{SEC(2011) 1515 окончателен}

## 1. ВЪВЕДЕНИЕ

Фондовете за рисков капитал представляват оператори, които предоставят предимно дялово финансиране на като цяло много малки дружества, намиращи се в първоначалните етапи на своето стопанско развитие. Често тези дружества са иновативни и се характеризират с голям потенциал за растеж и разрастване. Финансирането на проекти с рисков капитал в ЕС крие висок и в до голяма степен неизползван потенциал за развитието на малките и средни предприятия (МСП)<sup>1</sup>. МСП, които разчитат на финансиране с рисков капитал, се развиват по-добре от тези, които не ползват подобна капиталова подкрепа. Подпомаганите чрез рисков капитал МСП могат да създават висококачествени работни места, тъй като рисковият капитал подкрепя осъществяването на иновативен бизнес, чийто растеж изпреварва растежа в повечето традиционни сектори. Според последните проучвания увеличаването на инвестициите с рисков капитал води до нарастване на БВП, а ефектът е още по-осезаем, когато МСП биват финансирани на един по-ранен етап. Насърчаването на употребата на рисков капитал може следователно да доведе до раздвижване на реалната икономика.

В Европа обаче равнището на средствата, набрани с цел финансиране с рисков капитал, остава незадоволително. Средният размер на европейските фондове за рисков капитал е малък (60 млн. EUR), което влияе неблагоприятно върху оптималното разпределение на ресурсите. Относително малките размери на европейските фондове за рисков капитал възпрепятстват реализирането на икономии от мащаба, които са предпоставка за специализацията, необходима за успешното управление на всеки фонд за рисков капитал.

Фокусът на оценката на въздействието попада върху подходящите регулаторни мерки, с които да се осигурят по-широки източници на финансиране за фондовете за рисков капитал и да се позволи на европейските фондове за рисков капитал да увеличат обема на управляваните от тях активи. Основната крайна цел е тези фондове да се превърнат в основен инструмент за финансиране на новосъздадените иновативни дружества. За да бъде постигната тази цел, оценката на въздействието акцентира върху правилата за „частно пласиране“ на фондовете за рисков капитал сред потенциалните инвеститори.

## 2. ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ПРОБЛЕМА

Причина 1: Регулаторна разпокъсаност. В сравнение с конкурентните глобални центрове на високотехнологични постижения и иновации, и най-вече САЩ, правилата относно пазарното предлагане на инвестиции с рисков капитал са фрагментирани и разпокъсани. Девет от 27-те държави-членки са приели специфични правила относно функционирането на фондове за рисков капитал, състава на техния инвестиционен портфейл, допустимите инвестиционни инструменти, допустимите инвестиционни цели, географското разположение на инвестиционните цели, и видовете инвеститори, които могат да участват в подобни фондове. Всички тези правила се отличават по отношение на някои или всички от посочените по-горе точки. Това попречи на утвърждаването на единна концепция за това какво представляват фондовете за рисков капитал. Осемнадесет държави-членки не са приели конкретни правила относно набирането на средства от страна на управителите на рисков капитал. За фондовете,

---

<sup>1</sup> Определението на МСП може да бъде намерено в Препоръката на Комисията от 6 май 2003 г. относно определението на микро-, малки и средни предприятия (ОВ L 124/36, 20.5.2003 г.)

желаещи да извършат „частно пласиране“<sup>2</sup> на рисков капитал, важат общите правила на дружественото право и задълженията за изготвяне на проспект. Съблюдаването на тази съвкупност от разнородни правила създава допълнителни разходи и усложнения.

Причина 2: Допълнителни процедурни пречки за фондовете за рисков капитал, които набират средства в чужбина, а не на вътрешния пазар. В резултат на регулаторната разпокъсаност и необходимостта от съблюдаване на различни набори от правила, регулиращи пазарното предлагане на фондове за рисков капитал, нарастването на броя на целевите юрисдикции води до по-сложни процедурни и подготвителни стъпки, необходими за набирането на рисков капитал (правила за идентификация или местни правила, правни консултации, анализ на разходите и ползите преди установяването на пазара).

Причина 3: Фондовете за рисков капитал, набиращи средства в чужбина, поемат разходи, които не биха възникнали при привличането на капитали на вътрешния пазар. За да се гарантира спазването на различните правни изисквания, които се прилагат при предлагането на пазара на фондове за рисков капитал, техните управители трябва да положат „дължимите грижи“, гарантиращи точното установяване на всички приложими правила и изисквания. Разходите, свързани с адаптирането на правната документация към изискванията на различните национални правила за частното пласиране, може да достигат до 500—1000 EUR за всяка юрисдикция. Ако фондът за рисков капитал спонсор желае да набере капитал в целия ЕС, тези разходи ще нараснат от 13,500 EUR до 27 000 EUR.

Причина 4: В няколко юрисдикции предлагането на рисков капитал е подчинено на правила, изискващи изготвяне на проспект. Основните разходи са свързани с националните изисквания за изготвяне на проспект. Например държавите-членки и техните регулаторни органи споделят различни гледни точки относно това дали дяловете в командитни дружества (типичната правна форма на фондовете за рисков капитал) могат да се считат за ценни книжа и следователно дали попадат в обхвата на Директивата за проспектите. Регистрацията на проспект само в една приемаща държава-членка (Германия) би струвала около 40 000 EUR. Изисквания за изготвяне на проспект и режим за предварително одобрение бяха установени в Австрия, Белгия, Нидерландия, Франция, Швеция и Обединеното кралство.

Причина 5: Няколко юрисдикции изискват местна регистрация и местно търговско представителство. Много държави-членки обвързват търгуването на фондове за рисков капитал на своите територии с ангажирането на местен лицензиран търговски представител (напр. финансова институция). В противен случай управителите на рисков капитал трябва да получат лиценз, който им дава право да действат като търговски представител. Разходите по получаването на лиценз за търговия варират от 20 000 EUR до 40 000 EUR<sup>3</sup>. Като пример, годишните разходи за поддържане на регулирано „местно представителство“ в Обединеното кралство биха възлезли на най-малко 25 000 EUR. В тази сума не са включени разходите за персонал.

Според оценките, публикувани през 2007 г. в доклад на експертната група относно премахването на препятствията пред трансграничните инвестиции чрез фондове за рисков капитал, разходите за управление на четири паралелни фондови структури, необходими за

---

<sup>2</sup> Под частното пласиране се разбира като цяло пазарното предлагане/продажбата на (в този случай) дялови единици или акции в инвестиционни фондове сред ограничен кръг от най-често професионални инвеститори. Частното пласиране е антиподът на публичното набиране на капитал/емитирането на акции на публичните пазари.

<sup>3</sup> По оценка на юридическите съветници на EVCA от 25 октомври 2011 г.

набирането на средства в четири различни юрисдикции, превишават с 0,4 % общия капитал, записан в този фонд.

### 3. АНАЛИЗ НА СУБСИДИАРНОСТТА

Вече бе изпробвано решение, базирано на действия от страна на държавите-членки, но не бе постигнат желаният резултат. През 2007 г. Комисията предложи взаимното признаване на фондове за рисков капитал, които законно се предлагат на пазара в друга държава-членка. Въпреки това в доклад от декември 2009 г. Комисията заключи, че взаимното признаване само по себе си не спомага за отварянето на пазарите на приемащите държави-членки за управителите на фондове за рисков капитал, установени в една юрисдикция. Следователно единствено целенасочената хармонизация на европейско равнище на основните изисквания, приложими към фондовете за рисков капитал, ще създаде условия за трансгранично пазарно предлагане.

### 4. ЦЕЛИ

Общи цели – повишаване на конкурентоспособността на европейските МСП на глобалния пазар

Основната цел е европейските МСП да станат по-конкурентоспособни на глобалния пазар. В Европа не липсват идеи и новатори. Финансирането на новосъздадените предприятия и предприемачеството са областите, в които Европа трябва да навакса.

Специфична цел – създаване на Европейска система за трансгранично набиране на средства от фондовете за рисков капитал

Рисковият капитал е предпочитана форма на финансиране за новосъздадените дружества. В началните етапи на своята дейност предприемачите предпочитат стабилността на дяловото финансиране пред използването на заеми или други дългови инструменти. Предложеният курс на действие следователно акцентира върху формирането на по-широки капиталови пазари за фондовете за рисков капитал.

Оперативни цели

Установяване на понятието „допустим фонд за рисков капитал“. С цел да се подобри на практика трансграничното набиране на средства, е необходимо общо разбиране на концепцията за „рисков капитал“. Ето защо се предлага хармонизация на съществените характеристики на фондовете за рисков капитал.

Създаване на общ регулаторен подход относно „допустимите фондове за рисков капитал“ и техните управители. След като понятието „фонд за рисков капитал“ бъде определено с необходимата степен на точност, следващата оперативна цел ще бъде свързана с осигуряването на единна рамка, приложима при пазарното предлагане на допустими фондове за рисков капитал в Общността.

Създаване на мрежа за административно сътрудничество, целяща ефективното утвърждаване и надзор на управителите на допустими фондове за рисков капитал. Съществен оперативен елемент на практическото прилагане на трансграничното набиране на

средства представлява институционалната рамка за административно сътрудничество при наблюдението и прилагането на единните правила за фондовете за рисков капитал.

## 5. ВАРИАНТИ ЗА ДЕЙСТВИЕ

По отношение на съществените варианти за действие оценката на въздействието разглежда как най-добре да се определят основните характеристики на фондовете за рисков капитал, в т.ч. инвестиционни прагове на портфейла, целеви предприятия и допустими инвестиционни инструменти. Бяха оценени варианти, при които инвестиционният праг, т.е. делът от поверения капитал, инвестиран в допустими целеви предприятия (нетъргувани на борсата МСП), варира между 50 %, 70 % или 90 %. Оценяваните инструменти включваха капиталови и хибридни капиталови инструменти. По отношение на допустимите инвеститори бяха оценени варианти, които включваха отваряне на фондовете за професионални инвеститори (съгласно определението в Директивата за пазарите на финансови инструменти), за по-голям брой богати семейства („family offices“), бизнес ангели („angel investors“), мениджърски екипи и състоятелни частни лица, както и за всички непрофесионални инвеститори.

По отношение на правната форма бяха оценени няколко варианта. Те включваха специални правила за фондовете за рисков капитал, които да бъдат заложени в директивата за лицата, управляващи фондове за алтернативни инвестиции, да бъдат приети като последващи мерки при прилагането на въпросната директива, да бъдат наложени чрез целенасочен самостоятелен правен инструмент или чрез правен инструмент, определящ условията за „взаимно признаване“ на националните подходи относно рисковия капитал или при липса на такива — за „частното пласиране“.

## 6. ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

Оценката на въздействието разкри предимствата на междинния подход. Подходът, при който междинният дял от 70 % от поверения капитал трябва да бъде инвестиран в капиталови или хибридни капиталови инструменти, емитирани от допустими МСП, ще създаде най-подходящите условия за утвърждаването на европейски стандарт за качество на „фондовете за рисков капитал“, като същевременно бъде избегната опасността от неговото омаловажаване. По отношение на допустимите инвеститори предпочитаният подход е създаване на схема за професионални инвеститори, до която при определени условия ще бъдат допускани инвестиции на богати семейства, бизнес ангели, мениджърски екипи и състоятелни частни лица, но не и на непрофесионални инвеститори. Този подход ще обхване основното ядро от инвеститори в рисков капитал, без да се налага въвеждането на цялостна рамка за непрофесионални инвеститори.

По отношение на правния инструмент оценката на въздействието подкрепя самостоятелния подход. Счита се, че вариантите за утвърждаване на единни правила за фондовете за рисков капитал в директивата за лицата, управляващи фондове за алтернативни инвестиции, ще причиняват проблеми в съществуващата рамка, която ще трябва да съчетае строги надзорни изисквания спрямо нехомогенна група от лица, управляващи фондове за алтернативни инвестиции. Освен това при липсата на регулаторно сближаване на високо равнище между държавите-членки се смята, че вариантът за „взаимно признаване“ на законно предлаганите на пазара фондове за рисков капитал няма да спомогне за достигането на първата оперативна цел (общо разбиране на концепцията за това какво представляват фондовете за рисков капитал и създаването на единни условия за тяхното предлагане на пазара).

## **7. СРАВНЕНИЕ НА ВАРИАНТИТЕ И ИЗБОР НА ДЕЙСТВИЕ**

Окончателният сравнителен анализ на всички съществени и процедурни варианти води до заключението, че предпочитаният вариант е самостоятелен инструмент за хармонизация, който би създал еднакви условия за предлагането на съответните допустими фондове за рисков капитал в Общността.

Счита се, че избраният подход ще бъде най-ефикасен, тъй като управителят на фонда ще може на практика да предлага унифицираните фондове в цялата Общност, ако той отговаря на всички единни изисквания, посочени в предложения инструмент, без да е необходимо: i) да решава дали да прилага регулаторната рамка, предвидена в Директива 2011/61/ЕО, или ii) да спазва остатъчните – и твърде разнородни — национални правила относно фондовете за рисков капитал, частното пласиране, проспектите или изисквания за местно търговско представителство.

## **8. РАЗХОДИ И ПОЛЗИ**

Не се очаква съблюдаването на единните критерии да доведе до значителни разходи или административна тежест. Хармонизирането на изискванията за качество, приложими към фондовете за рисков капитал, би довело до значително намаляване на разходите, които понастоящем са свързани със задължението за съблюдаване на различните и твърде разнородни национални правила, които биха се прилагали при липса на хармонизация.

Възможно е за фондовете за рисков капитал да възникнат определени разходи, свързани с промяната на техните стандарти за оповестяване и докладване с цел привеждането им в съответствие с единните правила, но по своя размер тези разходи вероятно ще представляват малка част от оперативните разходи при действащия сценарий, при който фондовете трябва да се съобразяват с различни национални разпоредби, които регламентират оповестяването и докладването.

Не се очаква разходите, свързани с надзорното съблюдаване на единната рамка, да бъдат значителни, тъй като всички фондове за алтернативни инвестиции, които не бъдат регистрирани съгласно предложената рамка, трябва да спазват общите изисквания за регистрация и оповестяване, посочени в член 3, параграф 3 от директивата за лицата, управляващи фондове за алтернативни инвестиции.

Някои изисквания биха могли да доведат до по-високи разходи за портфейлните дружества, към които се насочват допустимите фондове за рисков капитал. Тези разходи могат да възникнат по-специално в резултат на задължението на фондовете да предоставят редовни годишни доклади. При все това е малко вероятно тези разходи да бъдат значително по-високи от разходите при действащия сценарий, тъй като „инвестиционната готовност“ представлява предварително условия за портфейлните дружества, които търсят финансиране чрез рисков капитал.

Със създаването на Европейска рамка за рисков капитал, основана на общото разбиране на понятието „допустим фонд за рисков капитал“, се очаква да се подобри ефективността при трансграничното набиране на средства, насърчи конкуренцията сред лицата, управляващи фондове за рисков капитал, и разширят възможностите за специализация. От гледна точка на инвеститорите единните правила, регламентиращи фондовете за рисков капитал, биха увеличили доверието в този конкретен клас активи и в комбинация с по-лесния достъп до

финансиране биха помогнали на инвеститорите да разпределят по-ефективно своя капитал. И накрая, единната рамка за фондовете за рисков капитал ще насочи повече капитали към иновационните предприятия и дружествата с висок потенциал за растеж.

## **9. МОНИТОРИНГ И ОЦЕНКА**

В съответствие с целите, стоящи в основата на избраните от Комисията действия, извършените след приемането мониторинг и оценка ще се съсредоточат върху следните три въпроса: (1) дали новата рамка е наложила понятието „допустим фонд за рисков капитал“, (2) дали новата рамка е допринесла за утвърждаването на общ регулаторен подход за квалифицираните фондове за рисков капитал и (3) дали новата рамка е допринесла за създаването на мрежа за административно сътрудничество, целяща ефективното утвърждаване и надзор на управителите на европейските фондове за рисков капитал.

Мониторингът на тези въпроси ще се осъществява в тясно сътрудничество с ЕОЦКП, на който ще бъде поверена задачата да поддържа централен регистър, който ще бъде публично достъпен в интернет и ще обхваща всички регистрирани в съответствие с предложения регламент управители на допустими фондове за рисков капитал в Съюза.