Supported by:

Federal Ministry for Economic Affairs and Climate Action

on the basis of a decision by the German Bundestag

European Climate Initiative EUKI

# ДОКЛАД ЗА ПОЛИТИКИТЕ

# АСОЦИАЦИЯ НА ДИРЕКТОРИТЕ ПО ВРЪЗКИ С ИНВЕСТИТОРИТЕ В БЪЛГАРИЯ

# ПРОЕКТ: ИЗПЪЛНЕНИЕ НА РЕФОРМАТА НА ЕС ОТНОСНО ИНВЕСТИЦИИ НА ДРЕБНО ЗА ЗЕЛЕНИЯ ПРЕХОД В БЪЛГАРИЯ, ЕСТОНИЯ И РУМЪНИЯ

**Предложен от проф. Бистра Боева и Емил Тодоров**

Този доклад за политиките има за цел да комуникира резултатите от изследването за устойчивите инвеститори на дребно в България и да предостави относими препоръки на регулаторите, участниците на пазара и професионалните асоциации по отношение на зеления преход на българската икономика. Разглеждат се и последните разработки на ЕС (Компаса за конкурентоспособност за ЕС[i], включително Съюз за спестявания и инвестиции, както и Регламента с фокус върху декарбонизацията). Статията е структурирана по следния начин:

- ***Резюме/Резюме***
- ***Цели и обхват на проекта (Част първа)***
- ***Констатации и заключения (Част втора)***
- ***Препоръки (Част трета)***
- ***Окончателни заключения***

**Резюме/Резюме**

Този доклад за политиките има за цел да комуникира резултатите от проучване за устойчивите дребни инвеститори в България и да предостави относими препоръки на регулаторите, пазарните участници, професионалните за бъдещи дейности, свързани с последните развития в България и ЕС. Изследването е част от многонационалния проект „**Изпълнение на реформата на ЕС относно инвестиции на дребно за зеления преход в България, Естония и Румъния“**. Проектът е в съответствие с European Climate Initiative (EUKI) на Германското федерално министерство по икономическите въпроси и климатичните действия (BMWK). Изследователската методология и съветите на Sustainable Finance Observatory (SFO), включително 2DII, Д. Кук, Т. Санчес и Н. Кох, даваха ръководните насоки по отношение на изследването в България. Експертизата на българския екип добави стойност към изследването.

В рамките на двугодишен период (2024-2025), проектът беше проведен чрез няколко групи изследвания по отношение на търсенето и предлагането на устойчиви инвестиции на дребно. Следват се няколко цели – оценка на инвестиционните нефинансови приоритети на дребните инвеститори; предлагането на устойчиви инвестиции на дребно. Всъщност изследването за реформите на ЕС в търговията на инвестиционни продукти на дребно за зеления преход в България поставя няколко въпроса, свързани с:

- Дребни инвеститори и тяхното отношение към устойчивите инвестиции.
- Как участниците на пазара – производители и дистрибутори на устойчиви инвестиционни продукти – прилагат и спазват регулациите на ЕС с фокус върху устойчивостта.
- Как участниците на пазара – инвестиционни фондове, фондове за частен капитал и фондове за рисков капитал – влияят по отношение на зеления преход върху инвестираните компании.

Отговорите бяха предоставени от проучвания, свързани с теренни изследвания (двустранни интервюта, фокус групи и анкети) и резултатите от теренните изследвания и анализ на пазарна информация за екологичните претенции на инвестиционните фондове, както и от тяхното въздействие върху инвестираната компания. Чрез структурирани въпросници – спазването на Директивата MIFID II/българския Закон за пазарите на финансови инструменти; Изследваха се таксономията и SFDR. Фокусът беше върху съветите/познанията на участниците на пазара на устойчивите инвестиционни продукти и качеството на комуникацията с устойчивите инвеститори в търговията на дребно на тези продукти.

Заключенията и препоръките предоставят информация за определени аспекти на зеления преход – по отношение на устойчивите инвестиционни продукти в търговията на дребно; роля на държавата и регулациите върху устойчивите инвестиции на дребно.

Резултатите изпращат положителни сигнали, както освен това показват някои недостатъци – бяха разкрити пропуски по отношение на реформата, свързана с регулациите на ЕС и зеления преход в България. Препоръките са разработени във връзка с възможността за подобрение на българската правна рамка, дейността на надзорния регулатор, участниците на пазара и отделните лица. Всъщност, на всички, които допринасят за зеления преход на икономиката. Обърнато е внимание и на две нови тенденции – Компаса за конкурентоспособност за ЕС и Съюза за спестявания и инвестиции.

Изследванията на търсенето и предлагането на устойчиви инвестиционни продукти са ограничени до документите на проекта и дейностите, заложени в проектните

документи, възложени на българския партньор в този многонационален проект – Българската асоциация на директорите по връзки с инвеститорите (ABIRD).

**Част първа: Цели и обхват на проекта**

Доклада за политиките включва резултатите от изследването, проведено във връзка с многонационалния проект „**Изпълнение на реформата на ЕС относно инвестиции на дребно за зеления преход в България, Естония и Румъния“**. Проектът е в съответствие с Европейската климатична инициатива (EUKI) на Германското федерално министерство на икономическите въпроси и климатичните действия (BMWK). Изследователската методология и съветите на изследователите от Обсерваторията за устойчиви финанси , включително 2DII Д. Кук, Т. Санчес, Н. Кох, даваха ръководните насоки по отношение на изследването в България. Документът включва резултатите от изследването на българските пазари за устойчиви финансови инструменти с фокус върху устойчивите търговски инвестиции. Българското проектно изследване съответстваше на методологията на мета/мултинационалния проект и беше адаптирано към спецификите на българската икономическа, социална и правна среда. Целта на изследването е съобразена с задачите на проекта – да се изследва напредъкът за зеления преход на икономиката, както и на бизнеса, чрез оценка на изпълнението на MIFID II и Делегираните регламенти на Европейската комисия, спрямо българския Закон за пазарите на финансови инструменти, респективно, наредбата за неговото прилагане.

***Част първа 1. Целите на проекта са следните:***

***1.1 Цели на изследването на търсенето на устойчивите инвестиции на дребно***

Да се изучава и оценява ***интересът към устойчивите инвестиции на дребно и да се разбират предпочитанията на потребителите към устойчиви финансови продукти*** в контекста на Директивата за пазарите на финансови инструменти (MiFID II) и Директивата относно разпространението на застрахователни продукти (IDD), които задължават интегрирането на преференциите за устойчивост в инвестиционните препоръки. Както беше споменато по-горе, на преглед е подложен и българския Закон за пазарите на финансови инструменти. Изследването ***на търсенето обхваща три групи проучвания***: *две фокус групи с 20 участници (декември 2024 г.); двустранни интервюта с 10 респонденти (април 2025 г.) и две анкети с 1000 и съответно 200 респонденти (март и Апил 2025 г.).* Използваха се методи за полеви изследвания за получаване на информация от първа ръка. [ii] Целта на анализа беше да се разкрие реакцията на респондентите от трите изследователски групи по отношение на финансовите и нефинансовите цели на инвестициите. ***Заслужава да се отбележи новостта на изследователските теми за българските пазари за инвестиции на дребно.*** Анализът и окончателните препоръки в документа вземат предвид последните събития в Европейския съюз,

включително новия ***Съюз за спестявания и инвестиции ("Стратегия за насърчаване на конкурентоспособността на гражданите и икономическата конкурентоспособност в ЕС")*** / Комуникация от Европейската комисия към Европейския парламент, Европейския съвет, Съвета на Европа, Европейската централна банка, Икономическата и социалната комисия и Комитета на регионите, (COM 2025) 124 final/ 13.03.2025/.

***1.2 Цели за изследване на предлагането на устойчиви инвестиции на дребно***

Да се изследва ***предлагането на устойчиви инвестиции на дребно в България във връзка с регулациите на ЕС.*** Изследването включва: *изследване по метода на „Тайното пазаруване“ – изследване на дребните инвеститори в България, инвестиращи в устойчиви продукти и качеството на консултациите от името на представителите на дистрибуторите на устойчиви инвестиционни продукти; изследване на претенциите за въздействие върху околната среда на инвестиционните фондове, чиито продукти се предлагат на българските устойчиви дребни инвеститори (настоящи и потенциални); изследване и оценка на въздействието на публичните инвестиционни фондове върху инвестиращите компании (Impact Potential Assessment Framework – (IPAF) for financial products/Рамка за оценка на потенциала на въздействието (IPAF) за финансови продукти) и български фондове за частен капитал с фокус върху тяхното въздействие върху инвестираните компании/проекти с цели за зелен преход.*

И двете групи изследвания – от страна на търсенето и предлагането – трябва да предоставят поглед към информацията за зеления преход на икономиката от конкретен ъгъл **– *инвестиционни възможности за устойчивите дребни инвеститори, ролята на информацията (съветници/консултанти; документи на инвестиционните фондове) за процеса на вземане на решения; спазването на правните норми на ЕС и България, които улесняват зеления преход (MIFID II и делегираните регламенти; Закон за пазарите на финансови инструменти; Таксономия, SFDR и др.)***

**Част втора: Констатации и заключения**

***Част втора. 1. Констатации и заключения относно изследвания за дребните инвеститори***

**Изследването на търсенето на устойчиви инвестиции, помогна да се докаже, че настоящите и потенциалните устойчиви инвеститори в дребно[iii] следват както традиционните икономически цели, но също така и възприемат цели, които допринасят за устойчиво развитие – инвестиции в съответствие със стойността (екологична и социална) и инвестиции с въздействие.**

Част втора. 1.1. ***Резултати и ключови послания: устойчиви инвеститори на дребно***

- ***Инвестиционни цели на устойчивите дребни инвеститори***

Анализът на трите групи изследвания разкрива важни тенденции по отношение на политиките за устойчиви инвестиции. Зад различни видове данни биха могли да се открият ключови послания за поведенческите аспекти на страната на търсенето на устойчиви инвестиции. От гледна точка на инвестиционните цели, вярвания и познания, беше получена значително количество информация за инвестиционните нагласи на българския народ.

Трите изследвания разглеждаха целите на дребните инвеститори: фокус върху растежа и възвръщаемостта; Съгласуването на ценностите и въздействието на инвестициите варира. Трудно е да се изведе една стабилна тенденция, която да бъде общо валидна за нефинансовите цели на дребните инвеститори. Що се отнася до двустранните интервюта – мнозинството от анкетираните следваха смесен подход – техните инвестиционни цели са както в съответствие с ценностите, така и в съответствие с инвестиционното въздействие. Тази тенденция се разкрива в отговорите на участниците във фокус групите. Малко малцинство от участниците в двустранните интервюта (20%), както и във фокус групите, предпочитат инвестиции с растеж и възвръщаемост, както и бързи печалби.

Важно е да се съобщи, че респондентите в анкетите ясно заявяват, че тяхната инвестиционна цел е да инвестират с въздействие върху бизнес модела на компании или фондове в които се инвестира. Сред приоритетите им относно инвестиционните им цели: положителното въздействие/инвестиционното въздействие е на първо място (1000-40.66%, съответно HNI-52.68%); Максималната възвръщаемост е на второ място (1000-39.16%, спрямо HNI - 36.1%); Съответствието със стойността е на трето място (1000 - 10.49%, съответно HNI-9.76%).

Резултатите са сходни с резултатите на Sustainable Finance Observatory *(Policy Briefing: Интегриране на въздействието върху инвеститорите в регулаторната рамка)* – 51% от дребните инвеститори според проучване в 14 държави членки на ЕС са ориентирани към въздействието - стр. 2).

- ***Устойчиви търговски инвеститори – има ли значение поколението?***

Тема, която заслужава да бъде комуникирана и включена в по-нататъшни изследвания и инициативи за насърчаване на устойчивите инвестиции в търговията на дребно в България, е *профилът на поколението на устойчивите инвеститори в дребно (настоящи и потенциални).* Повечето от анкетираните споделят не само своите

инвестиционни приоритети, но и възгледите си относно потенциалните устойчиви инвеститори на дребно по възраст – всички заявиха, че милениалите и поколението Z са инвеститори с ***фокус върху устойчивостта***. Логиката зад това твърдение беше ясно обяснена: от една страна, устойчивото развитие има по-голямо значение за този слой от населението, а от друга страна – младите хора са по-активни в социалните мрежи и социалните мрежи оказват влияние върху тези участници с информация за устойчивостта. Социалните медии разпространяват информация за екологични и социални въпроси по-бързо от традиционните медийни канали. Добро обяснение защо милениалите и поколението Z са ориентирани към устойчивостта е следното: те са чувстват "устойчиви по природа".

Тези резултати се съотнасят и с мнението на експертите от ОИСР, относно нарастващия брой милениали и инвеститори от поколението Z с устойчиви инвестиционни цели. (ОИСР 2025) [iv].

- ***Устойчиви инвеститори на дребно – техните изисквания към компаниите в които инвестират/листнатите компании***

Респондентите зададоха въпроса относно разкриването на информация и прозрачността на компаниите в които се инвестира. Фокусът беше върху повече информация за *ценностите, целите и дейностите на компаниите по отношение на опазването на околната среда и спазването на правата на човека..* Някои респонденти оспориха качеството и коректността на предоставената информация. Изисква се ясен език по отношение на отчетите на компаниите. Гореспоменатите резултати трябва да бъдат оценени с оглед на практиката на българските листнати компании. Трябва да се подчертае, че тези компании инвестират значително в усилия за подобряване на комуникацията си по въпросите на устойчивостта с инвеститори и заинтересовани страни. Фактът, че някои респонденти не бяха запознати с правните норми, свързани с разкриването на ESG информация, води до заключението за необходимостта от по-нататъшно подобряване на комуникационните политики на българските компании и за подходящи обучителни дейности към инвеститорите и заинтересованите страни.

- ***Устойчиви инвеститори на дребно - финансова грамотност с фокус върху устойчивостта***

В хода на интервютата бяха изразени мнения относно необходимостта от провеждане на образователни/информационни кампании. Препоръчваха ***се специализирани пространства за работа - workshops,*** *(включително за пенсионери)* ***и обучителни дейности. Трябва да се отбележи, че тази препоръка би могла да се вземе в предвид при бъдеща работа с платформата MyFairMoney.*** Тази препоръка съвпада с отговорите на респондентите от двете проучвания от които е почерпена информация.

Респондентите бяха единодушни относно необходимостта от насърчаване на

устойчиви инвестиции с фокус върху отделните хора. Препоръката включва непрекъснат период на промоции на устойчивите финансови продукти; Еднократна информационна кампания не беше препоръчана. Един от респондентите се фокусира върху подхода *„от уста на уста“* за насърчаване на устойчиви инвестиции. Това е ефективен подход, но труден за управление.

Анализът на трите групи проучвания (фокус групи; двустранни интервюта и анкети) разкрива важни тенденции по отношение на политиките за устойчиви инвестиции. Зад различни видове данни се наблюдават ключови послания за поведенческите аспекти на търсенето за устойчиви инвестиции. От гледна точка на инвестиционните цели, вярвания и познания се получи значителна информация за инвестиционните нагласи на българската общественост. Разкрита беше и значителна по обем информация за техните инвестиционни цели. Разбира се, все пак гореизброените нефинансови цели се проявяват в комбинация с определени финансови цели.[v]

Бъдещата работа върху инвестиционната култура, образователните и информационните дейности и стимулите от държавата – данъчни облекчения, конкурентното предлагане, ще повлияят положително както на увеличаването на дела на устойчивите инвестиции на дребно в България, така и върху увеличаването на броя на устойчивите инвеститори в дребно.

***Част втора.2. Констатации и заключения относно предлагането на пазара на устойчиви инвестиции в България***

Предлагащата на пазара за устойчиви търговски инвестиции в България беше изследвано чрез три различни методологии, като три отделни типа изследвания*: изследване по метода на тайното пазаруване;*[vi] *изследване на претенциите за въздействие върху околната среда на инвестиционните фондове, чиито продукти се предлагат на българските устойчиви дребни инвеститори (настоящи и потенциални); изследване на въздействието на публичните инвестиционни фондове (избрани) върху инвестираните компании и върху българските частни инвестиционни фондове с фокус върху тяхното въздействие върху инвестираните компании/проекти с цели за зелен преход (IPAF - Рамка за оценка на потенциала на въздействието).*[vii]

***Какво разкрива тайното пазаруване относно качеството на финансовите съвети***

Тайното пазаруване (40 посещения) хвърля светлина върху качеството на ***финансовите съвети, които представителите на дистрибуторите (банки и инвестиционни посредници) на устойчивите инвестиционни продукти*** предоставят.

Резултатите относно ***предпочитанията за устойчивост на дребните инвеститори*** и подхода на тези представители (включително банкови служители и инвестиционни консултанти) за разбиране, достъп и удовлетворяване на

предпочитанията за устойчивост на дребните инвеститори разкриха важни факти и предоставиха значителна информация за регулаторите и различните участници на пазара.

Фокусът на посещенията от типа „Тайно пазаруване“ беше върху ***съветите, които представителите на дистрибуторите (банки и инвестиционни посредници) на устойчивите инвестиционни продукти*** предоставят. Сред заключенията от посещенията на мистериозното пазаруване е, че някои от тези представители не са запознати с основната информация за регулациите, които оказват влияние върху зеления преход[viii] **.**Резултатите относно предпочитанията ***за устойчивост на дребните инвеститори*** и подхода на тези представители (включително банкови служители, включително инвестиционни консултанти) за удовлетворяване на предпочитанията за устойчивост на дребните инвеститори разкриха значителни нови явления в българската икономическа среда. Изследванията върху знанията на служителите на банката по въпросите на устойчивостта, както и по отношение на нормите ***относно предпочитанията за устойчивост*** на дребните инвеститори, разкриха не само пропуски в квалификацията на гореспоменатите служители, но ***и пропуски в прилагането на делегираната регулация на ЕС относно предпочитанията*** за устойчивост от страна на българските институции и бизнеса. Разработват се препоръки в тази насока. Сред резултатите на проучването „Тайно пазаруване“ е диагностицирано недостатъчно ниво на грамотност сред дребните инвеститори по отношение на устойчивото финансиране. Резултатите са ***в съответствие с резултатите от изследването за търсенето на пазара за устойчиви финансови инструменти/търговски инвестиции в България.***

- ***Предлагане и принос на инвестиционните фондове за смекчаване на екологичните проблеми. А какво да кажем за претенции за въздействие върху околната среда?***

По отношение на предпочитанията за устойчиво финансиране и устойчивост на дребните инвеститори, изследването на предлагането разгледа устойчивите инвестиционни продукти в България – продукти, които ***предлагат българските дистрибутори (банки и инвестиционни посредници***[ix]). Фокусът беше върху конкретна тема: ***приносът на инвестиционните фондове за смекчаване на екологични проблеми – климатични промени; обезлесяване; замърсяване и др. – претенции за въздействие върху околната*** среда. По отношение на препоръките на консултантите на SFO, в извадката на изследването бяха включени 141 инвестиционни фонда (Lipper Funds и няколко допълнителни фонда – разгледани по време на предварителните проучвания на българския екип). Прегледът на маркетинговите документи, KIID и проспектите на инвестиционните фондове, както и съответните резултати, позволява да се заключи, че една пета[x] от тези фондове са имали за цел да комуникират техните ***претенции за въздействие върху околната среда***[xi]. В изследването се позоваваме на следното

определение за претенцията за въздействие върху околната среда: "Изразите "екологични твърдения" или "зелени претенции" се отнасят до практиката да се предлага или по друг начин да се създава впечатлението *(в контекста на търговска комуникация, маркетинг или реклама)*, че даден продукт или услуга е екологично чист *(т.е. има положително въздействие върху околната среда)* или е по-малко вреден за околната среда в сравнение с конкурентните стоки или услуги. Това може да се дължи например на състава му, на начина по който е създаден или произведен, на начина, по който може да бъде изхвърлян и на намаляването на енергията или замърсяването, което може да се очаква от употребата му. Когато такива твърдения не са верни или не могат да бъдат потвърдени, тази практика може да се определи като „грийнуошинг“[xii]. Подобно съдържание е включено и в изявлението на 2DII относно екологичните твърдения: "Практика на предлагане или по друг начин на създаване на впечатление *(в контекста на търговска комуникация, маркетинг или реклама)*, че даден продукт или услуга е ***екологично чист (т.е. че има положително въздействие върху околната среда) или е по-малко вреден за околната среда от конкурентните стоки и услуги"***[xiii]**.**

***Заслужава да се добави към тази дефиниция още едно изявление в същата публикация: "***...всяко съобщение или заявление, което не е задължително по европейското или националното право, включително текстово, илюстративно, графично или символично представяне, ако има такова форма, включително етикети, търговски имена, фирмени или продуктови имена в контекста на търговска комуникация, което заявява или намеква, че финансов продукт позволява на инвеститора да има положително въздействие върху околната среда." [xiv] [xv]

Изследването на екологичните твърдения позволява няколко заключения – заключения за това как твърденията за въздействие върху околната среда са описани в маркетинговите документи; КИД, проспекти и как горните документи подпомагат процеса на вземане на решения от инвеститорите.

Както се очакваше, анализът на съдържанието на гореспоменатите документи доказа съответствието на тези твърдения с регулаторната рамка *(регламенти, насоки)*.

Изследването на претенциите за въздействие върху околната среда има за цел да разкрие как изследваните инвестиционни фондове насочват ***усилията си по отношение на опазването на околната среда, човешките права и целите за устойчиво развитие***. В тази връзка изследването беше проведено с горните дефиниции относно параметрите и критериите, които позволяват едно изявление или информация да бъде класифицирано като претенция за екологичност/въздействие върху околната среда. Използвахме метода на анализ на съдържанието и определени термини, свързани с понятия като екологичност; намаляване на емисиите на парникови газове; глобално затопляне, замърсяване, достъп до вода; разхищение на храна; екологични ползи, социални ползи; въздействие; инвестиционни цели. [xvi] [xvii] Това са основните показатели за анализ на съдържанието. Всъщност тези термини са свързани с феномените и информацията за

съдържанието, свързано с устойчивите инвестиции на български език. Очевидно е, че дистрибуторите (банки и инвестиционни посредници) не прилагат насоките на ESMA за маркетингови комуникации, особено по отношение на включващата информация за устойчивостта *(6.5 информация, свързана със устойчивостта – 59 до 62 включително)* и за дейности, свързани със зелената трансформация на икономиките. Резултатите от изследването на екологичните твърдения трябва да се тълкуват както по отношение на предпочитанията на търговските инвеститори за устойчивост, така и по отношение на „грийнуошинга“.[xviii]

Заключенията относно необходимостта от увеличаване на информацията относно ***претенциите за въздействие върху околната*** среда в документите като маркетингови документи и KIID и съответните препоръки са включени в последната част на Доклада за политиките. В тази връзка смятаме за уместно да привлечем вниманието на ***регулаторите към препоръките на SFO*** *(ръководителя на консорциума на този проект)* ***за нова категоризация на инвестиционните продукти по SDFR.***

- ***Инвестиционните фондове – перспективата на тяхното въздействие върху компаниите в които се инвестира***

Темата за въздействието беше разгледана чрез проучване и оценка на дейностите на няколко публични инвестиционни фонда (5 бр.) и други български фондове за частен капитал/рисков капитал *(извадката беше структурирана въз основа на съвети от консултанти на SFO)*. Влиянието им беше оценено чрез изследване за тяхното въздействие ***върху компаниите в които те инвестират и съответните техни проекти***. Използвана бе Рамката за оценка на потенциала на въздействието (IPAF). Що се отнася до публичните инвестиционни фондове, анализът на различни документи чрез гореспоменатия метод (IPAF), хвърля светлина върху публичните инвестиционни фондове от ***различна перспектива по отношение на анализа на техните претенции за въздействие върху околната среда***. Анализът на IPAF разкри въздействието на инвестиционния фонд върху инвестираната компания, или с други думи, то е свързано с ролята на инвестиционните вериги. Всъщност, изследването беше проведено от гледна точка на принципната роля на управлението на ресурсите с етични ценности (Stewardship) и на стюарда в инвестиционната верига. От другата гледна точка на изследването за претенциите за въздействие върху околната среда, това изследване предостави важни изводи както за дребните инвеститори, така и за пазара като цяло. Резултатите (количествени оценки) ***сигнализират за ниско ниво на въздействие на инвестиционните фондове и частните инвестиционни фондове/рискови фондове/рискови фондове, които бяха оценявани.***

Информацията за наличието или липсата на претенции за въздействие върху околната среда в документите на инвестиционния фонд, както и информацията за инвестиционния фонд за тяхното въздействие върху инвестираните ***компании, служат***

***на нефинансовата цел на устойчивия инвеститор на дребно да инвестира с въздействие.***

Изследването на предлагането на българския пазар на устойчиви инвестиционни продукти разгледа различни компоненти на това предлагане – характера на устойчивите инвестиционни продукти, дистрибуторите на устойчивите инвестиционни продукти, техните консултантски услуги по отношение на устойчивите инвеститори на дребно, включително потенциални устойчиви търговски инвеститори, техните предпочитания за устойчивост. Чрез различни изследователски методи – „тайно пазаруване“ и задълбочено изследване на публично достъпни данни за публични фондове – беше извлечена релевантна информация, която може да бъде полезна както за бизнеса, така и за институциите. Констатация относно прилагането на правните документи на ЕС и България: **Готовността на участниците на пазара да насърчават инвестиционните дейности на отделните инвеститори може да се разглежда като лакмусов тест за ефективността на инициативите за зелен преход на икономиката, включително по отношение на финансовия сектор.**

**Част трета: Препоръки**

Тези препоръки са разработени въз основа на гореспоменатите констатации и заключения. Нашите аргументи разглеждат и приноса на Комисията за финансов надзор към устойчивото развитие и зеления преход на българските капиталови пазари и икономиката като цяло. В тези препоръки се реферира също и към ***Закона за Комисията за финансов надзор и Стратегията на КФН за 2025-2027***.[xix]

**А. Препоръки относно регулацията, включително надзорните дейности на регулатора/ите.**
**Б. Препоръка относно обучението за персонала свързано с устойчивото развитие.**
**В. Препоръка за актуализиране на професионалните стандарти на инвестиционните консултанти по отношение на устойчивостта.**
**Г. Препоръки относно финансовата грамотност.**

**А. Препоръки относно регулацията, включително надзорните дейности на регулаторите/ите**

**А.1**. Фокусът на проекта е върху дребния инвеститор и неговото/нейното отношение към устойчивите инвестиции. Според нормите на българския Закон за пазарите на финансови инструменти съществуват два вида инвеститори – професионални и непрофесионални. Терминът "дребен инвеститор" не се използва в българската правна среда. Обратно, дефинициите на MIFID II - чл. 4 (11) посочват***, че***

***клиентът на дребно не е професионален клиент***.

В момента няколко ключови инициативи целят да насърчат инвеститорите на дребно и да открият нови възможности за ролята на тези инвеститори в новия формат на политиките на Европейския Съюз и Европейската Комисия. Както стратегията на ЕК за дребни инвеститори (2023), така и стратегията на Съюза за спестявания и инвестиции, предвиждат ***от една страна нова роля на дребните инвеститори, като от друга страна предлагат и подобрени мерки за тяхната защита***. Нашите изследвания върху търсенето и предлагането на устойчивите инвестиции предполагат оптимистични заключения относно участието на дребните инвеститори в сделки свързани с устойчивите инвестиции. Горните заключения и аргументите определят препоръката за ***замяна на дефиницията "непрофесионален инвеститор с "инвеститор на дребно"***. Тази препоръка е в съответствие с установената финансова терминология.

**А.2**. Констатациите свързани с подценяване на въпроса за предпочитанията за устойчивост на потенциалните инвеститори на дребно трябва да се тълкуват във връзка с ДЕЛЕГИРАН РЕГЛАМЕНТ (ЕС) 2021/1253 и насоките на ESMA. И двата документа определят, че *„предпочитания във връзка с устойчивостта“ означава изборът на клиент или потенциален клиент да включи или не в инвестицията си, а ако включи — доколко да го направи, един или няколко измежду следните финансови инструменти:.... екологично устойчиви инвестиции, както са определени в член 2, точка 1 от Регламент (ЕС) 2020/852 ... финансов инструмент, при който са взети предвид основните неблагоприятни въздействия върху факторите на устойчивост” (Делегиран регламент 2021/1253, чл.1)*. Всъщност предпочитанието за устойчивост е свързано с инвестиции в рамките на таксономията, SFDR и PAI. В българското законодателство *(Закона за пазарите за финансови инструменти)* има само препратка към ДЕЛЕГИРАН РЕГЛАМЕНТ (ЕС) 2021/1253.

Нито Законът, нито Наредбата предоставят на участниците на българския пазар за финансови инструменти информация относно предпочитанията към устойчивост, както е предвидено в горния Регламент. Може да се направи заключение, че няма информация какво представлява предпочитанието за устойчивост за целите на бизнес общността и професионалистите, работещи с настоящи/потенциални клиенти. Това заключение се позовава на определенията на българските правни документи. Авторите на този доклад могат само да спекулират относно наличието на тази информация във вътрешнофирмената информационна система на финансовите групи.

Нашата препоръка е в съответствие с инициативите, заложени в Стратегията на Комисията по финансов надзор *(Приоритет 4. Създаване на условия за преход към устойчиво финансиране)*.

**А.3.** За маркетинговите документи на инвестиционните фондове, разпространявани от български банки и инвестиционни посредници.

Документите – KIIDs/KIDs предоставят ограничена информация за параметрите на устойчивост/ESG на съответните инвестиционни фондове. Българският дребен инвеститор трябва да се ориентира в проспектите и да прочете документите свързани с за предварителното разкриване *(достъпни главно на английски език)*, за да получи горната информация. Новите приоритети базирани на Омнибус директивата (Стратегия за инвестиране на дребно 2023) и Съюза за спестявания и инвестиции, изискват подобряване на маркетинговата документация.

В момента са мобилизирани значителни усилия за изграждане на истински Съюз за спестявания и инвестиции в рамките на Европейския съюз. Тези спестявания и инвестиции ще бъдат насочени към постигане на целите за преход към устойчива икономика и бизнес. Устойчивите инвестиции на дребния инвеститор са съществена ***част от този процес. В тази връзка е необходимо да се предостави надеждна информация на този играч на пазара на финансови инструменти***. От тези гледни точки и резултати, постигнати при анализа на претенциите за въздействие върху околната среда на инвестиционните фондове, предлагани на българските пазари, могат да бъдат направени определени препоръки:

А.3.1. Препоръчително е действителна и точна информация за инвестиционните фондове, предлагани на българския пазар, да бъде публикувана на уебсайта на Българската комисия за финансов надзор.

А.3.2. Българските дистрибутори *(банки, инвестиционни посредници)* на местни и чуждестранни инвестиционни фондове трябва да улеснят достъпа на българските дребни инвеститори, включително потенциални дребни инвеститори, до информацията, свързана с тези фондове – уебсайтове и др.

А.3.3. Българските дистрибутори (банки, инвестиционни посредници) на местни и чуждестранни инвестиционни фондове следва да разпространяват маркетингови документи и ключови документи (KID) на български език. Информация за целите за устойчивост, стратегията за устойчивост, естеството на устойчивите инвестиции, да бъде представена заедно с критериите за съответствие и правните норми. Препоръчително е гореспоменатите организации да включат в своите бази данни информация за Директивата за нелоялни търговски практики, както и информация за Критериите за съответствие относно твърденията за въздействие върху околната среда. Тази препоръка трябва да се тълкува във връзка с констатациите относно „грийнуошинга“ *(липса на знания от страна на устойчивите инвеститори на дребно – виж Доклад за търсенето; неефективно обяснение от страна на консултантите относно „грийнуошинга“ - Доклад за анкетьорите, провели проучването „Таен клиент“)*.

А.3.4. По отношение на качеството на информационните материали

(маркетингови документи и KIID) и горепосочените констатации, българските дистрибутори (банки, инвестиционни посредници и мениджъри на активи) на местни и чуждестранни инвестиционни фондове биха могли да подобрят съдържанието на горепосочените документи, като вземат в предвид Насоките на ESMA относно маркетинговите комуникации съгласно Регламента за трансгранично разпространение на фондове (ESMA 34-45-1272).[xx] – част 6.5, информация, свързана с устойчивостта.

Тази препоръка е в съответствие със Стратегията за дребни инвеститори 2023 – Omnibus: Предложение за директива на Европейския парламент и на Съвета, с която се изменят Директивите (ЕС) 2009/65 /ЕС относно UCITS, 2009/138/ЕС, 2011/61 Директива на ЕС-AIF, 2014/65 EU, MIFID и (EU)2016/97 относно застрахователното разпределение – IDD(COM 2023/297 fin). В цитатите се посочва, че предложените изменения целят „да осигурят прозрачност за дребните инвеститори и да им позволят да вземат информирани решения“.

О.3.5. Препоръчително е националният компетентен орган – българската Комисия за финансов надзор – да популяризира и двете гореспоменати насоки: Насоки на ESMA относно маркетинговите комуникации съгласно Регламента за трансгранично разпределение на фондове (ESMA 34-45-1272) и Многостранният диалог със заинтересованите страни (2016 г.) „Критерии за съответствие относно твърденията за екологичност“ – Съвети с многостранни заинтересовани страни в подкрепа на изпълнението/прилагането на Директива 2005/29/ЕО за нелоялни търговски практики.

А.3.6. Струва си да се отбележи, че за да се предостави по-ясна и достъпна информация за екологичните претенции на дребните инвеститори, ESMA и националните регулатори биха могли да предвидят необходимите промени в Насоките за маркетингови комуникации съгласно Регламента за разпределение на трансгранични фондове (ESMA 34-45-1272). По този начин управителите на активи могат да бъдат насърчавани да предоставят допълнителна, специфична и разбираема маркетингова информация, свързана конкретно с екологичните твърдения на определен инвестиционен продукт. Необходимо е в съответната българска правна рамка да се включат нормите за предпочитание към устойчивостта, както предписва Делегираният акт на ЕО 2021/1253.

А.3.7. Посещенията свързани с проучването от типа „Таен клиент“ предоставяха информация за дистрибуторите на инвестиционни продукти относно спазването на MIFID II/Българския закон за пазарите на финансови инструменти. Препоръчително е този метод на разследване да бъде използван и от регулаторите. Член 284 *(Закон за пазарите на финансови инструменти)* предвижда начина, по който тайният клиент/тайният посетител се наема от Надзорния орган за предоставяне на разкриваща информация свързана със съответствието. Тази практика се следва от регулаторите в други страни членки на ЕС (виж BAFIN / Германски федерален финансов надзорен орган - за тайните посетители[xxi]).

**Б. Препоръка относно обучението свързано с инвестиции в устойчивост на служителите на регулатора/ите**

Допълнително подобряване на квалификацията на персонала по отношение на устойчивите инвестиции. Основната цел на проекта цели да разкрие търсенето и предлагането на устойчивите инвестиционни продукти, включително пазарни играчи и устойчиви инвестиционни продукти. Както беше споменато по-горе, тази препоръка *(определена от проучванията)* подкрепя необходимостта от образование на персонала в областта относно устойчиви инвестиции, включени в стратегическите мерки на Комисията за финансов надзор (Стратегия 4.1).

**В. Препоръки за актуализиране на професионалните стандарти за инвестиционните консултанти по отношение на правните разпоредби за устойчивите инвестиции на дребно**

Българската регулация *(Закона за пазарите на финансови инструменти и Наредбата за неговото прилагане)* предвижда два типа служители, които предлагат финансови инструменти, включително информация и консултации на отделни клиенти: служител, който предлага финансови инструменти, и инвестиционен консултант. Няма лицензен режим за служителя, който предлага финансови инструменти и съответно информира клиента. Съгласно Закона за пазарите на финансови инструменти – транспониран MIFID II (чл.30al 1.8), инвестиционният консултант трябва да бъде лицензиран от националния компетентен орган – българската Комисия за финансов надзор. Именно инвестиционният консултант подготвя и предоставя инвестиционни съвети. Едно от изискванията за лицензиране на инвестиционен консултант е успешното полагане на съответния изпит. Според официалната информация за изпита (www.fsc.org, 2025), темите за устойчивост и устойчиви инвестиции не са включени в изпитните въпроси.

В Омнибус 2023 – Предложение за директива – преамбулният доклад (стр. 19) ясно се посочва, че преработените правила имат за цел да гарантират "високи професионални стандарти за инвестиционните консултанти". Важно е да се подчертае, че предложените промени в MIFID са също в съответствие с насоките на ESMA.

Препоръчително е също така познанията за лицензираните инвестиционни консултанти да бъдат актуализирани по темите на устойчивите инвестиции *(законодателство на ЕС и насоки на ESMA)*. Тези теми трябва да бъдат включени в учебната програма за изпитите при издаване на лиценз за инвестиционен консултант.

**Г. Препоръки относно финансовата грамотност**

Силно препоръчваме по-нататъшното усъвършенстване на инициативите за финансова ***грамотност***. Тази препоръка е в съответствие с гореспоменатата Стратегия на Комисията по финансов надзор за периода 2025-2027 *(3.2. Повишаване на финансовата култура на потребителите на небанковите финансови продукти и услуги)*. Заключенията в този Доклад за политиките отразяват амбицията на стратегическите инициативи на регулатора за използване на социалните мрежи, както и за организиране на образователни и информационни програми за различни групи, включително от различни възрасти. Нашето изследване разкри конкретно предложение на респондентите *(Доклада за търсенето)* – образователни инициативи, включително за възрастни хора.

Въпреки че съществуващата Стратегия за финансова грамотност / Национална Стратегия за финансова грамотност и План за действие 2021-2025: документ, който е в съответствие с рамката за финансова грамотност на ЕС/ОИСР, резултатите от изследванията по отношение на търсенето определиха тази препоръка. Финансовата грамотност е фактор за функционирането на пазара за финансови услуги: „ три са двигателите в икономиката на търговията на дребно: финансова грамотност; зрелостта на капиталовия пазар и пенсионната система“(Стратегия за търговия на дребно: Как да се увеличи участието на инвеститорите на дребно на финансовите пазари, П. Анунциата, 2023, Европейски парламент стр. 43). Тази препоръка е съгласувана и с предложението за Стратегията за търговия на дребно 2023 г. и Стратегията на ЕС за Съюз на спестяванията и инвестициите 2025 г., както и с целта на предложената директива – насърчаване на финансовата грамотност (стр. 21).[xxii]

Съюзът на Стратегията на ЕС за спестявания и инвестиции предвижда приемане на Стратегията за финансова грамотност на ЕК (3-то тримесечие на 2025 г.) – „за овластяване на гражданите; повишаване на осведомеността относно участието им на капиталовите пазари, като по този начин се създаде повече култура на "инвестиционна грамотност“ (Комуникация от Комисията до Европейския парламент, Европейския съвет; Съвета; Европейската централна банка, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионалния съюз за спестовни и инвестиции; Стратегия за насърчаване на богатството и конкурентоспособността на гражданите в ЕС, 19.3,2025.)

Продуктът на проекта – MyFairMoney, платформа за образователни цели за потенциални устойчиви инвеститори, е отличен инструмент за подобряване на познанията на потенциалните дребни инвеститори по отношение на устойчивите инвестиции. Той реализира следните функции:

- **Независими, некомерсиални, ориентирани към ЕС.** MyFairMoney се управлява от неправителствената организация Sustainable Finance Observatory (преди 2° Investing Initiative) и изрично се позиционира като независима платформа, обслужваща обществения интерес — идеален за образование, одобрено от регулаторите.
- **Платформата е пряко съобразена с правилата на ЕС за устойчиво финансиране.** Сайтът обяснява основните концепции на ЕС (MiFID II „предпочитания за устойчивост“, EU Taxonomy, SFDR) на достъпен език.
- **Практични инструменти за гражданите.**
- Структуриран **въпросник** помага на хората да формулират своя профил за устойчивост, за да го представят на съветник/консултант.
- Голяма **база данни с фондове** (~15 500 европейски фонда с 30+ филтъра за устойчивост) ще позволи на потребителите да изследват продукти спрямо конкретни ESG индикатори — полезни за обучение и борба с „Грийнуошинга“.
- **Многоезичен достъп, включително на български език.** Платформата предлага няколко езикови версии, включително BG опция, което я прави подходяща за местните граждани.
- **Модерни, мащабируеми образователни формати.** Освен статиите, има „Knowledge Hub“, кратки курсове, подкасти и документални филми — формати, които обикновено повишават ангажираността в кампаниите на регулаторите.
- **Отговаря на световните най-добри практики за образование на инвеститори.** Международните организации (напр. IOSCO) подчертават необходимостта от ясно и практично обучение по ESG инвестиции за дребните инвеститори; MyFairMoney предоставя точно тези елементи.
- **Няма комерсиална пристрастност.** Тъй като е неправителствена организация и финансиращите партньори се разкриват публично, регулаторът може да го ползва без да бъде обвинен, че препоръчва определен търговски доставчик.

Регулаторът може да организира поредица от събития заедно с отделни експерти и образователни организации, за да подобри финансовата грамотност и да повиши интереса към търговските инвестиции и устойчивите инвестиции на дребно.

Тези препоръките предлагат опционен сценарий. Тяхното прилагане изисква по-нататъшна оценка на силните и слабите им страни от гледна точка на дневния ред за устойчив преход на различни заинтересовани страни (регулатори; участници на пазара и др.).

**Окончателни заключения**

Този Доклад за политиките – констатациите, заключенията и препоръките – насърчава промени за подобряване на управлението на процеса на зелен преход от гледна точка на регулирането на устойчивите инвестиции на дребно в България като държава-членка на ЕС. Фокусът на проекта върху индивидите/устойчивите инвеститори на

дребно и техните взаимовръзки с участниците на пазара, както и върху готовността на участниците да позволят на тези инвеститори да допринесат с парите си за зеления преход на бизнеса, представя съществена информация за различни заинтересовани страни – регулатори, участници на пазара, неправителствени организации, академични среди.

---

i Комуникация от Комисията към Европейския парламент, Европейския съвет, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите (Комитет 2025, 30 финал)

ii Третата група изследвания в областта на устойчивите инвестиции в търговията на дребно/търсенето включва две проучвания, като агенция Kantar използва качествени и количествени методи. В проекта бяха анализирани резултатите, предоставени от агенцията.

iii В проекта се използва терминът дребно инвеститор.

iv ОИСР (2025) Събрания на акционерите и корпоративно управление, ОИСР. Р.

v Възникват въпроси относно представителния характер на данните, от една страна, и как те се вписват в цялостната картина за дребните инвеститори в България, от друга. Отговор на тези притеснения се дава в публикуването на Индекса на личното богатство на българското население (EKIP 2025). Според информацията в индекса само една четвърт (25,4%) от личното богатство/активи на българския народ са финансови активи. Класът активи, свързани с недвижимите имоти, доминира. Тази тенденция е характерна за българската култура – приоритет при притежаването на дом и при инвестициите в недвижими имоти. (EPIC 2025 Индекс на личното богатство на българския народ, стр. 15)

vi Заслужава да се напомни, че Mystery shopping се промотира от ECB. Българският закон за пазарите на финансови инструменти чл.284 предвижда създаването на тайния клиент. Законът гласи, че за целите на надзора върху спазването на този закон и наредбите/акта за неговото прилагане, комисията може да бъде възложена на трето лице, което да действа като таен клиент/ Глава 25- Глава Таен агент член 284.

viii Тя разглежда обяснението за същността на Таксономията; SFDR; Основни неблагоприятни въздействия

ix Банковите офиси, посещавани от мистериозните купувачи, са банките, които предлагат продуктите на инвестиционните фондове, разглеждани във второто изследване на слайда за предлагане – разглеждане на искове за въздействие върху околната среда.

x Съотношението е по-ниско от това на претенциите за въздействие върху околната среда, документирано от изследване на 2DII/SFO

xi Уместно е да се подчертае, че изследването и анализът на претенциите за въздействие върху околната среда на инвестиционните фондове под проучването разкриват, че фондовете целят да оказват въздействие върху околната среда като инвестиционна организация, като Бизнес единица. Исковете за въздействие върху околната среда не хвърлят светлина върху плановете на инвеститорските фондове за инвестираните компании или инвестиционни проекти. Повече за това вижте в следващия раздел за IPAF

xii Критерии за съответствие при екологични претенции Съвети от множество заинтересовани страни в подкрепа на прилагането/прилагането на Директивата за несправедливи търговски практики 2005/29/ECp.4,2016

xiii 2DII Преглед на пазара за претенции за въздействие върху околната среда, стр. 22

xiv 2DII Преглед на пазара за претенции за въздействие върху околната среда, стр. 22

xv Вижте също Директива 2024/825 на Европейския парламент и Съвета

xvii Диалог между няколко заинтересовани страни (2016) Критерии за съответствие по екологични претенции Съвети от многостранни заинтересовани страни в подкрепа на прилагането/прилагането на Директивата за несправедливи търговски практики 2005/29/EC

xviii В анализа на съдържанието тези термини са известни като мемове. В нашите изследвания се позоваваме и на термини, публикувани в публикацията 2DII Koch N., Cooke D., Baadj, S. S. Boyne 2DII (2022). Пазарен преглед на претенциите за въздействие върху околната среда на инвестиционни фондове на дребно в Европа

xix Закон за Комисията по финансов надзор; Стратегия 2025-2027

xx Насоки на ESMA за маркетингови комуникации съгласно Регламента за трансгранично разпределение на фондове (ESMA 34-45-1272

xxi Федералният финансов надзорен орган (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin) отново изпрати тестови купувачи на инвестиционни институции – тайна кампания, насочена към инспекция на практиките на тези институции при предоставяне на инвестиционни съвети. Някои резултати бяха добри, но редица от идентифицираните недостатъци бяха значителни. Бяха открити нередности, особено в областта на задължителната информация.

xxii The Omnibus: Предложение за Директива на Европейския парламент и на Съвета, изменяща Директиви (ЕС) 2009/65 /ЕС относно UCITS, 2009/138/ЕС, 2011/61 Директива на ЕС-AIF, 2014/65 EU – MIFID и (EU)2016/97 за застрахователно разпределение – IDD (COM 2023/297 fin).